

2012•2013  
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN  
*master in de toegepaste economische wetenschappen:  
accountancy en financiering*

## Masterproef

Stichters, opvolgers en transparantie in de informatieverstopping.

Promotor :  
Prof. dr. Wim VORDECKERS

## Dries Vanderlinden

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

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE  
WETENSCHAPPEN

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

## Masterproef

Stichters, opvolgers en transparantie in de  
informatieverschaffing.

Promotor :  
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Dries Vanderlinden

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



## **WOORD VOORAF**

---

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt, met als afstudeerrichting Accountancy en Financiering. Om dit te bereiken was de nodige inzet nodig, maar deze eindverhandeling had ik nooit in mijn eentje kunnen verwezenlijken. Langs deze weg wil ik dan ook woordje van dank richten tot enkele personen.

Vooreerst wil ik mijn promotor, Prof. dr. Wim Voordeckers, bedanken voor zijn deskundige begeleiding, opbouwende kritiek en professioneel advies. De tussentijdse evaluaties zijn steeds een grote hulp geweest bij het tot stand brengen van deze masterproef. Verder wil ik ook de heer Kevin Coenen danken voor zijn hulp bij de dataverzameling ter opbouw van de steekproef.

Ten slotte wil ik nog een speciaal dankwoord richten tot mijn ouders. Zij hebben mij doorheen mijn hele opleiding onvoorwaardelijk gesteund, waardoor ik deze opleiding tot master in de Toegepaste Economische Wetenschappen tot een goede einde heb kunnen brengen.

Dries Vanderlinden

Juni, 2013



## **SAMENVATTING**

---

De belangstelling rond de transparantie van bedrijven komt de afgelopen decennia steeds meer naar voren in de academische literatuur. Vanuit de overheid, de stakeholders en het publiek wordt in toenemende mate informatie gevraagd over de bedrijfsactiviteiten. Elke belanghebbende heeft een specifiek motief om informatie te bekomen. De toename van het aantal corporate governance codes en regelgevingen geeft uiting van deze toenemende nood aan transparantie. Daarnaast is er heel wat onderzoek gebeurd naar de prestaties van familiebedrijven, aangezien zij vanwege hun groot aantal een enorme invloed hebben op het economische leven in heel wat landen. Stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen maken hier onderdeel van uit en krijgen in de literatuur dan ook de nodige aandacht. Deze masterproef heeft als doel om deze elementen te combineren en aldus onderzoek te voeren naar de transparantie en de invloed hiervan op de prestaties van stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen. Er wordt getracht een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag: "Gebruiken stichters of opvolgers lagere transparantie om private voordelen te verkrijgen in het nadeel van de minderheidsaandeelhouders?".

In een diepgaande literatuurstudie werd een opsplitsing gemaakt van de elementen die betrekking hebben op de probleemstelling. Allereerst was het noodzakelijk om de positie van stichters en opvolgers van naderbij te bekijken, vanwege hun unieke karakter in het bedrijfsleven. Zo werden een aantal eigenschappen van de stichter geformuleerd in zijn rol bij de oprichting van een onderneming, alsook de manier waarop hij invloed kan blijven uitoefenen na de operationalisering van de onderneming. Vooral het aspect waarbij de stichter een eigendomspositie aanhoudt is het uitgangspunt van deze masterproef. Verder werd een onderscheid gemaakt tussen een alleenstaande stichter en een familiestichter en de implicaties hiervan op de wijze waarop een bedrijf geleid wordt. Er werd tevens een verklaring gegeven voor vriendjespolitiek en nepotisme, twee fenomenen die zich kunnen voordoen bij het overdragen van het eigendom van de stichter aan de opvolger.

Vervolgens werd de eigendomsstructuur van ondernemingen onder de loep genomen, omdat het onderzoek in deze masterproef gericht is op de situatie waarin stichters of opvolgers de controlerende aandeelhouders zijn van ondernemingen. Aangezien zij controle hebben door een groot eigendomsaandeel te bezitten, kunnen zij minderheidsaandeelhouders benadelen. Er werd een analyse gemaakt van de verdeling van het eigendom in ondernemingen en de consequenties van verspreid aandeelhouderschap versus geconcentreerd aandeelhouderschap. Een aantal systemen

van eigendomsverdeling werden gepresenteerd, alsmede de rol die de wetgeving en de rechtspraak hierin speelt. Bovendien werd het aandeelhouderschap van onderneming benaderd als een multidimensioneel kader. Dit houdt in dat er verschillende factoren aanwezig zijn die elk een specifieke invloed hebben op de structuur van het eigendom: de mate van concentratie van het eigendom, de identiteit van de aandeelhouders, de verdeling tussen directe en indirecte controle, en de verdeling van de eigendomsrechten met enerzijds cash flow rechten en anderzijds controlerechten.

Een relevante theorie die zich onder andere richt op de problematiek van controlerende aandeelhouders is de agency theorie. Deze theorie behandelt de agency kosten die ontstaan wanneer de agent (de controlerende aandeelhouders: stichters en opvolgers) niet handelt in het belang van de principaal (de minderheidsaandeelhouders). Hoofdaandeelhouders vertegenwoordigen enkel hun eigen belangen en die komen vaak niet overeen met de belangen van de minderheidsaandeelhouders, wat in die situatie kan leiden tot uitbuiting door of zelfverrijking van de hoofdaandeelhouders. Dit kan zich vervolgens uiten in een verslechtering van de bedrijfsprestaties. Vanuit deze theorie werd dan ook een link gelegd naar de relevantie van transparantie. Eén van de doelen van een grotere transparantie is immers een grotere bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders. Een aantal mogelijke indicaties van bevoordeling van de hoofdaandeelhouders werden toegelicht, waaronder analyst following, earnings management en de uitkering van dividenden. Als laatste werd nog kort stilgestaan bij socioemotional wealth als verklaring voor het behouden van de controle van ondernemingen door stichters of opvolgers.

Met behulp van de onderbouw uit de literatuurstudie betreffende stichter- of opvolgercontrole, transparantie en de invloed op bedrijfsprestaties, werd de opzet van het eigen praktijkonderzoek gemotiveerd. Het doel van het onderzoek was om in de eerste plaats, met behulp van een aantal hypothesen, na te gaan of stichter- of opvolgercontrole een invloed heeft op de transparantie van ondernemingen. In een volgende fase zou dan getest worden of stichters of opvolgers de bedrijfsprestaties negatief beïnvloeden wanneer ze een laag transparantieniveau toepassen. Daartoe moest eerst en vooral een duidelijk beeld geschapt worden over wanneer een onderneming gecontroleerd wordt door de stichter of opvolger. De bestaande literatuur wees echter uit dat er geen eenduidige definitie bestaat. Wij focusten op de specifieke situatie waarin stichters of opvolgers een groot aandeel in het eigendom hebben en stelden, op basis van enkele gelijkaardige onderzoeken, een eigen definitie op. Hierdoor kon de steekproef, die bestond uit de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, opgedeeld worden in 13 stichtergecontroleerde en 27 opvolgergecontroleerde ondernemingen. Daarenboven waren er nog eens 5 bedrijven die onder de gezamenlijke controle van

stichters en opvolgers vielen. De overige 40 bedrijven werden gecategoriseerd onder ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. Er werden relevante gegevens van deze ondernemingen over een tijdspanne van 5 jaar verzameld, waarbij een transparantie-index werd opgesteld die bestond uit 3 variabelen: de bid-ask spread van de aandelen, het trading volume van aandelen, en de analyst following van elk bedrijf.

Uit de multivariate analyse van de gegevens kon afgeleid worden dat stichter- of opvolgercontrole wel degelijk een effect heeft op de transparantie van onderneming. Zo werd een negatief verband vastgesteld, waarbij op basis van de resultaten werd aangetoond dat stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen gemiddeld genomen 5,69% minder transparant zijn dan ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. Eén van de twee hoofdtheses van deze masterproef kon daarmee bevestigd worden. Daarnaast werden nog een aantal effecten getest die tevens een invloed konden hebben op de transparantie. Uit de resultaten bleek dat wanneer de stichter of opvolger tevens de CEO is van de onderneming, er een positief effect waarneembaar is op de transparantie. Een hogere mate van eigendomsconcentratie wees dan weer uit een negatieve invloed te hebben op de transparantie, terwijl de bedrijfsgrootte een positief effect heeft. Met de tweede hoofdthese werd onderzocht of stichter- of opvolgercontrole leidt tot slechtere bedrijfsprestaties wanneer er lage transparantie gehanteerd wordt. Hieruit zou dan afgeleid kunnen worden of stichters of opvolgers de minderheidsaandeelhouders benadelen. Dit verband kon echter niet bewezen worden. Globaal gezien kan dus enkel geconcludeerd worden dat stichters of opvolgers lagere transparantie hanteren.





# INHOUDSOPGAVE

---

## WOORD VOORAF

## SAMENVATTING

## INHOUDSOPGAVE

## LIJST VAN FIGUREN

## LIJST VAN TABELLEN

<b>HOOFDSTUK 1 .....</b>	<b>1</b>
<b>ONDERZOEKSOPZET .....</b>	<b>1</b>
1.1 Probleemstelling .....	1
1.2 Centrale onderzoeksvraag .....	4
1.3 Deelvragen .....	5
<b>HOOFDSTUK 2 .....</b>	<b>7</b>
<b>STICHTERS EN OPVOLGERS .....</b>	<b>7</b>
2.1 Inleiding .....	7
2.2 Stichters .....	7
2.2.1 Algemeen .....	8
2.2.2 De alleenstaande stichter .....	11
2.2.3 De familiestichter .....	12
2.3 Opvolgers .....	13
2.4 Conclusie .....	15
<b>HOOFDSTUK 3 .....</b>	<b>17</b>
<b>EIGENDOMSSTRUCTUUR .....</b>	<b>17</b>
3.1 Inleiding .....	17
3.2 Determinanten .....	18
3.3 Systemen .....	19
3.4 Dimensies .....	22
3.4.1 Eigendomsconcentratie .....	22
3.4.2 Aandeelhoudersidentiteit .....	23
3.4.3 Directe en indirecte controle .....	24
3.4.4 Cash flow rechten en controlerechten .....	26
3.5 Conclusie .....	31

<b>HOOFDSTUK 4</b> .....	<b>33</b>
<b>AGENCY THEORIE</b> .....	<b>33</b>
4.1 Inleiding.....	33
4.2 Algemeen.....	33
4.3 Scheiding van eigendom en controle/management .....	35
4.4 Grote aandeelhouders.....	37
4.5 Transparantie .....	40
4.6 Bereidheid tot risico.....	43
4.6.1 Socioemotional wealth .....	44
4.7 Conclusie.....	46
<b>HOOFDSTUK 5</b> .....	<b>47</b>
<b>HYPOTHESEFORMULERING</b> .....	<b>47</b>
<b>HOOFDSTUK 6</b> .....	<b>49</b>
<b>ONDERZOEKSOPZET</b> .....	<b>49</b>
6.1 Steekproef.....	49
6.2 Variabelen .....	51
6.2.1 Afhankelijke variabelen .....	52
6.2.2 Onafhankelijke variabelen .....	54
6.3 Methode van verwerking .....	55
<b>HOOFDSTUK 7</b> .....	<b>57</b>
<b>EMPIRISCH ONDERZOEK</b> .....	<b>57</b>
7.1 Univariante analyse.....	57
7.1.1 Algemene conclusies.....	57
7.1.2 Gemiddelde waarden .....	60
7.1.3 Correlaties.....	62
7.2 Multivariate analyse.....	64
7.2.1 Stichters, opvolgers en transparantie.....	66
7.2.2 Financiële prestaties en transparantie .....	71
7.3 Robuustheidstesten .....	76
7.3.1 Alternatieve maatstaf voor financiële prestaties .....	76
7.3.2 Aanpassing definitie stichter- of opvolgercontrole.....	79
7.3.3 Kritische reflectie empirisch onderzoek.....	83
7.4 Overzicht resultaten empirisch onderzoek.....	84

<b>HOOFDSTUK 8 .....</b>	<b>87</b>
<b>EINDCONCLUSIES.....</b>	<b>87</b>

**LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN**

**BIJLAGEN**



## **LIJST VAN FIGUREN**

---

FIGUUR 1: MOGELIJKE EIGENDOMSVERHOUDINGEN .....	25
FIGUUR 2: PIRAMIDESTRUCTUUR .....	27
FIGUUR 3: VERSPREIDE FORMELE CONTROLERECHTEN .....	29
FIGUUR 4: GECONCENTREERDE FORMELE CONTROLERECHTEN .....	30

## LIJST VAN TABELLEN

---

TABEL 1: OVERZICHT VAN DE HYPOTHESEN.....	47
TABEL 2: VERDELING STEEKPROEF VOLGENS DEFINITIE STICHTER- EN OPVOLGERCONTROLE ...	58
TABEL 3: VERDELING STEEKPROEF VOLGENS CEO .....	58
TABEL 4: VERDELING STEEKPROEF VOLGENS SIC-CODES.....	59
TABEL 5: GEMIDDELDE WAARDEN VAN DE VARIABELEN .....	61
TABEL 6: CORRELATIETABEL .....	63
TABEL 7: STICHTERS, OPVOLGERS EN TRANSPARANTIE .....	70
TABEL 8: INVLOED VAN STICHTER- EN OPVOLGERCONTROLE EN TRANSPARANTIE OP TOBIN'S Q74	
TABEL 9: INVLOED VAN STICHTER- EN OPVOLGERCONTROLE EN TRANSPARANTIE OP ROA .....	75
TABEL 10: INVLOED VAN STICHTER- EN OPVOLGERCONTROLE EN TRANSPARANTIE OP ROA (ALTERNATIEVE FORMULERING ROA) .....	78
TABEL 11: STICHTERS, OPVOLGERS EN TRANSPARANTIE BIJ AANPASSING DEFINITIE STICHTER- OF OPVOLGERCONTROLE .....	81
TABEL 12: INVLOED VAN STICHTER- EN OPVOLGERCONTROLE EN TRANSPARANTIE OP TOBIN'S Q BIJ AANPASSING DEFINITIE STICHTER- OF OPVOLGERCONTROLE .....	82
TABEL 13: STICHTERS, OPVOLGERS EN TRANSPARANTIE BIJ AANPASSING DEFINITIE STICHTER- OF OPVOLGERCONTROLE .....	97
TABEL 14: INVLOED VAN STICHTER- EN OPVOLGERCONTROLE EN TRANSPARANTIE OP TOBIN'S Q BIJ AANPASSING DEFINITIE STICHTER- OF OPVOLGERCONTROLE .....	98

# Hoofdstuk 1

## ONDERZOEKSOPZET

### 1.1 Probleemstelling

In België worden heel wat grote bedrijven gecontroleerd door de stichter of diens opvolger. Doorgaans betreft het familiebedrijven, waarbij het hoofdaandeelhouderschap in handen is van de familie van de stichter. Zo vinden we op de website van Solvay de kapitaalstructuur van het bedrijf terug, waaruit blijkt dat de grootste aandeelhouder, Solvac, 30 procent van de totale aandelen bezit. Ongeveer 80 procent van het kapitaal van Solvac is in handen van de familie van de oprichters van Solvay. Uit cijfers blijkt dat maar liefst 70 procent van alle Belgische ondernemingen familiebedrijven zijn (IFERA, 2003).

De eigendomsstructuur van bedrijven kan ingewikkelde proporties aannemen. Mayer (1997) maakt een onderscheid tussen twee verschillende types van eigendomsstructuren. Enerzijds bestaat er het insidersysteem of het 'large shareholder control system', waarbij het aandeelhouderschap geconcentreerd is in één of enkele grote investeerders of bedrijven. Concreet houdt dit in dat een beperkt aantal aandeelhouders controle uitoefent op de onderneming. Bovendien zijn de kapitaalmarkten weinig liquide en niet sterk ontwikkeld omdat slechts weinig ondernemingen beursgenoteerd zijn. Cuervo (2002) merkt op dat vooral continentaal-Europese landen hierdoor worden gekenmerkt. Anderzijds bestaat het outsidersysteem of het 'market control system', dat een weergave is van verspreid aandeelhouderschap, meer liquide kapitaalmarkten en een hogere afdwingbaarheid van wetten. In dit systeem vertonen bedrijven een grotere neiging naar publiek aandeelhouderschap dan naar privé eigenaarschap, waar er hiërarchische controle wordt uitgeoefend. Dit gegeven komt voort uit het feit dat aandelenmarkten goed ontwikkeld zijn en dus een institutioneel



mechanisme voorzien om verspreid aandeelhouderschap te bereiken (Barker, 2006). Dit systeem wordt veelal toegepast in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

Reeds in 1932 vestigden Berle en Means, met hun boek 'The Modern Corporation and Private Property', de aandacht op de noodzaak van wijdverspreid aandeelhouderschap in bedrijven (Renders, Vandenbogaerde & Verfaillie, 2008). Zo moest het eigendom van kapitaal verdeeld zijn over verschillende, kleine aandeelhouders, terwijl controle geconcentreerd moest worden in de handen van managers.

Het blijkt al snel dat de overheid en haar instituties een significante rol spelen. In het onderzoek van La Porta et al. (1996) wordt geargumenteed dat de verschillen in het karakter en effectiviteit van financiële systemen tussen landen gedeeltelijk te maken heeft met verschillen in de bescherming van investeerders tegen uitbuiting door insiders. Die bescherming wordt gereflecteerd door wettelijke regelgevingen en in welke mate dit gehandhaafd wordt. Afhankelijk van de wettelijke structuur in een bepaald land kunnen deze twee factoren verschillen tussen landen. Die verschillen worden in de eerste plaats toegewezen aan de oorsprong van de wetgeving. Eigendomsconcentratie wordt beschouwd als een reactie op onvoldoende wettelijke bescherming (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1998).

De complexiteit van eigendomsstructuren en wettelijke systemen laat toe dat er situaties ontstaan waarin één of meerdere hoofdaandeelhouders, die controle hebben over een onderneming, allerlei acties kunnen ondernemen die de minderheidsaandeelhouders benadelen. Het laatste decennium is deze problematiek in de actualiteit verschenen, onder andere bij de Nationale Bank van België en Picanol. Zo controleerden twee opvolgers van stichter Steverlynck 55% van de onderneming Picanol. In 2004 bleek uit informatie dat er twee ongedekte aandelenoptieplannen werden goedgekeurd in de voorgaande jaren, met een uitoefenprijs ver onder de toenmalige beurskoers. Bij de uitoefening van de opties zou het bedrijf de aandelen op de beurs moeten kopen tegen een wellicht hogere prijs. Daarnaast werden er twee leningen gegeven aan STG, waar een zus en schoonbroer van één van de opvolgers aan de macht waren. Er waren verder nog heel wat belangenconflicten tussen beide bedrijven (De Standaard, 16/06/2004).

Zulke praktijken hebben het belang van corporate governance in het laatste decennium enorm doen toenemen. Vooral grootschalige schandalen zoals Enron en Parmalat hebben de aanzet gegeven tot verandering. Het debat over deugdelijk bestuur kwam op kruissnelheid en overheden zagen zich genoodzaakt hun wetgeving aan te passen en te verstrengen (Dries, Van Brussel & Willekens, 2004). Hierbij denken we onder andere aan de invoering van de Sarbanes-Oxley Act, een federale wet in de Verenigde Staten die nieuwe of verbeterde standaarden bevat voor het bestuur en management van

Amerikaanse bedrijven en dienstverleners van accounting en auditing. Ook België heeft een eigen Corporate Governance Code, die een aanvulling vormt op de Belgische wetgeving inzake corporate governance regels voor beursgenoteerde ondernemingen.

De theorieën van deugdelijk bestuur zijn, volgens Berle en Means (1932), voornamelijk gebaseerd op ondernemingen met een verspreid aandeelhouderschap (Renders, Vandebogaerde & Verfaillie, 2008). Maar studies hebben uitgewezen dat een dergelijk aandeelhouderschap niet aanwezig is in heel wat ondernemingen. Als gevolg hiervan duikt een probleem van scheiding van eigendom en controle op. Coucke (1998) stelt dat er daarom een complex belangenconflict optreedt. De hoofdaandeelhouder moet, vanuit zijn positie, toezien op de operationele efficiëntie van de onderneming en bijgevolg de belangen van minderheidsaandeelhouders behartigen. Maar tevens belemmert hij de groei van de onderneming, door zijn voorkeur voor autofinanciering.

Meer concreet gaat het over een agency conflict, waarbij zich een principaal-agent probleem voordoet in het geval van een geconcentreerde eigendomsstructuur (Renders, Vandebogaerde & Verfaillie, 2008). De controlerende aandeelhouder zou in het belang van de minderheidsaandeelhouders moeten handelen. Maar vanuit zijn bevoorrechte positie kan hij zijn eigen belangen nastreven en private controlevoordelen onttrekken aan de onderneming. In dat geval kiest hij ervoor om geen mechanismen van corporate governance te installeren, om op die manier zijn private voordelen te beschermen.

In de literatuur vinden we reeds studies terug die het belang van een transparant beleid onderstrepen. Lang, Lins en Miller (2003) besluiten dat ondernemingen die potentiële incentives hebben om informatie achter te houden of te manipuleren, minder kans hebben om door analisten gevolgd te worden. Leuz, Nanda en Wysocki (2002) belichten wettelijke bescherming als belangrijk effect op de kwaliteit van ondernemingswinsten. Zij argumenteren dat insiders lage transparantie toepassen om winsten te overschatten of verliezen te verhullen in de financiële rapportering, waardoor tussenkomst door outsiders vermeden wordt. Faccio, Lang en Young (2001) wijzen op het probleem dat ontstaat wanneer een onderneming onderdeel uitmaakt van een groep die gecontroleerd wordt door dezelfde aandeelhouder. Ondernemingswaarde kan op die manier ontvreemd worden door lage voorwaarden te stellen voor intra-groep verkopen van goederen en diensten of transfers van activa en controle.

Het voordeel van de verwerving van controle in een onderneming is dat controlerende partijen, zoals meerderheidsaandeelhouders, winsten niet hoeven te delen met alle eigenaars van de onderneming (Leuz, Nanda en Wysocki, 2002). Voorbeelden van private controlevoordelen variëren in verschillende opzichten. Enerzijds omvat dit de psychische waarde van leiding te hebben en de makkelijkheid om winsten te gebruiken

voor perquisite consumption. Perquisite consumption bestaat uit uitgaven die gemaakt worden tijdens de job, zoals zakenreizen, communicatie, overzeese training, conferenties of bedrijfswagens. Anderzijds bestaan private controlevoordelen uit diefstal of de transfer van bedrijfsactiva naar andere ondernemingen die eigendom zijn van insiders of familieleden.

In deze masterproef zal onderzoek gevoerd worden naar de gehanteerde transparantie door stichters of opvolgers. De informatie die zij openbaar maken over hun bedrijfsactiviteiten kan substantieel verschillen en een significant effect hebben op het risico dat minderheidsaandeelhouders lopen.

## 1.2 Centrale onderzoeksvraag

Na het uiteenzetten van de probleemstelling kunnen we de centrale onderzoeksvraag omschrijven, die als volgt luidt: **“Gebruiken stichters of opvolgers lagere transparantie om private controlevoordelen te verkrijgen in het nadeel van de minderheidsaandeelhouders?”** In deze masterproef zal eerst een theoretische toelichting van de verschillende elementen van de onderzoeksvraag volgen op basis van een uitgebreide literatuurstudie. Hierin trachten we de verschillende aspecten uit de onderzoeksvraag uit te diepen. Als eerste wordt onderzocht welke rol stichters en opvolgers spelen in het bedrijfsleven, en welke invloed zij kunnen uitoefenen op andere aandeelhouders en stakeholders. Vervolgens wordt het verband met de eigendomsstructuur van ondernemingen onder de loep genomen. Hierbij wordt aandacht besteed aan de verschillende manieren waarop het eigendom van ondernemingen verdeeld kan worden. Dit heeft specifiek betrekking op deze masterproef doordat stichters of opvolgers zich als hoofdaandeelhouders onderscheiden van minderheidsaandeelhouders. In het derde hoofdstuk wordt er verder gebouwd op dit onderscheid met speciale aandacht voor agency conflicten. Stichters en opvolgers hebben invloed op de controle van een onderneming, wat aanleiding kan geven tot uitbuiting van de minderheidsaandeelhouders.

Om een zo duidelijk mogelijke verklaring van de probleemstelling te garanderen, zullen we de centrale onderzoeksvraag opsplitsen in een aantal deelvragen. Deze deelvragen zorgen ervoor dat het onderzoek vanuit verschillende invalshoeken gevoerd wordt, zodat een grondig en helder onderzoek tot stand komt. Na afronding van de literatuurstudie zullen we een empirische analyse uitvoeren van het probleem, waarbij we zelf besluiten zullen trekken uit de verzamelde data en informatie.

### **1.3 Deelvragen**

Om een antwoord te formuleren op deze ruime centrale onderzoeksvraag zal er gebruik gemaakt worden van verschillende deelvragen. De volgende deelvragen zullen een bijdrage leveren tot een algemeen geformuleerd antwoord op de centrale onderzoeksvraag:

- Wat zijn de definiërende kenmerken van stichters en opvolgers? In welk opzicht verschillen stichters en opvolgers van elkaar?
  
- Hoe zit de eigendomsstructuur in mekaar wanneer stichters en opvolgers als hoofdaandeelhouders aanwezig zijn in ondernemingen? Hoe beïnvloeden hoofdaandeelhouders de transparantie van een onderneming? Welke rol speelt de wetgeving?
  
- Op welke manier kunnen private voordelen behaald worden? Wat zijn de gevolgen hiervan voor de prestaties en financiële middelen van ondernemingen?
  
- Welke gevolgen heeft de benadeling van minderheidsaandeelhouders?



# Hoofdstuk 2

## STICHTERS EN OPVOLGERS

### 2.1 Inleiding

Eén van de hoofdelementen die onderzocht worden in deze masterproef zijn stichters of opvolgers. Het gegeven dat stichters en opvolgers aanwezig blijven in een onderneming vormt het uitgangspunt van de masterproef. Om in een latere fase de link te leggen tussen de controle die stichters of opvolgers uitoefenen en het niveau van transparantie dat ze hanteren en hun mogelijkheid tot uitbuiting, is het belangrijk dat we een beschouwing maken van de begrippen 'stichters' en 'opvolgers'. Zoals de naam laat uitschijnen is een stichter de persoon die het initiatief neemt om een onderneming op te richten. Een opvolger wordt aanzien als iemand die de aandelen van de stichter overneemt op een bepaald ogenblik in de tijd. Wat echter onduidelijk is, is waarom stichters beslissen om een onderneming op te starten, welke rol(len) ze spelen in een onderneming en wat hun invloed kan zijn op het beleid. In dit hoofdstuk zal een antwoord geboden worden op de deelvraag wat de definiërende kenmerken zijn van stichters en opvolgers en wat de verschillen tussen hen inhouden.

### 2.2 Stichters

Elke onderneming bestaat omdat een stichtend persoon of groep van personen de beslissing nam om een bedrijf op te richten en vervolgens die beslissing in uitvoering bracht (Robbins, 2000). Stichters zijn de initiële architecten van de structuur en strategie van een organisatie. Vanuit dit oogpunt hebben zij een visie over hoe zij de organisatie zien en wat zij ermee willen bereiken, waarbij zij niet beperkt worden door de manier

waarop anderen vroeger te werk gingen. Stichters zijn hardwerkende, creatieve en innovatieve mensen (Santora & Sarros, 2008). Hierbij hoeven we maar te denken aan de zaken die aanleiding geven tot het starten van een organisatie: een beweegreden, een gevoel van drang om mensen te helpen, een visie op een betere wereld. Anderson et al. (2008) omschrijven stichtergercontroleerde ondernemingen als ondernemingen waarin de stichter aanwezig blijft als aandeelhouder, top level manager (CEO, chief technical officer, etc.), bestuurder of als voorzitter van de raad van bestuur.

### 2.2.1 Algemeen

Nelson (2003) onderscheidt 3 kwesties wat betreft de betekenis en definitie van een stichter: de relatie tussen het stichten van organisaties en de stichter, de belangrijkste kenmerken van een stichter, en de rol van stichter zoals die maatschappelijk geconstrueerd wordt.

Hannan en Freeman (1989) stellen: 'The first step is deciding when an organization begins'. Het stichten van een organisatie wordt gedefinieerd als een proces dat een aantal stappen omvat: initiatie, het mobiliseren van bronnen, wettelijke vastlegging, sociale organisatie, en het opstarten van de operationele activiteiten door een individu of een groep van individuen. Dit is een proces dat maanden en zelfs jaren kan duren.

Als we de definitie van Hannan en Freeman (1989) toepassen, kunnen we stichters beschrijven als de individuen die zorgen voor de realisatie van de stappen van het stichtingsproces van een organisatie. Die stappen kunnen taken inhouden die zowel zichtbaar als onzichtbaar zijn, zowel praktisch als symbolisch (Nelson, 2003). Het voltooien van de verschillende stappen vergt tijd omdat het soms nodig is om de ene stap af te ronden alvorens aan een volgende stap te beginnen, en omdat het in een aantal gevallen ook nodig is om te communiceren en samen te werken met buitenstaande individuen en organisaties. Het proces heeft zowel een begin als een einde, waarbij de stichting voltooid is wanneer de operationele activiteiten van de organisatie aangevat kunnen worden.

Nelson (2003) formuleert op basis van deze definitie zes eigenschappen die samenhangen met het stichtingsproces en het bestaan van een stichter:

1. stichters organiseren en nemen initiatief in het organisationeel stichtingsproces,
2. stichters moeten werken aan belangrijke organisationele opdrachten,

3. de initiatie is in het bijzonder belangrijk omdat hierbij waarschijnlijk de eigenaar van het proces wordt vastgelegd en afgebakend in een organisationeel patroon,
4. de inspanningen van de stichter worden voortgezet doorheen de tijd en dragen bij tot het volbrengen van de stichting van de organisatie,
5. een organisatie kan één of meer stichters hebben, en
6. om tot stichter benoemd te worden, moet een onderneming operationeel worden.

De identiteit van een stichter wordt niet per se gekenmerkt door het ondernemen van bepaalde acties (Nelson, 2003). Bovendien wordt zijn identiteit niet gedefinieerd door wet- of regelgeving zoals dat in andere rollen wel gebeurt. De rol van een stichter wordt maatschappelijk gevormd door conversatie, interactie en onderhandeling tussen de betrokken partijen. De persoon die zorgt voor het nodige kapitaal om een organisatie op te starten, kan de stichter zijn. Maar dit hoeft niet noodzakelijk steeds het geval te zijn. Zo kunnen een bankier of een persoon die handelt in naam van iemand anders niet beschouwd worden als stichters, ondanks dat zij financiële middelen inbrengen.

Hoewel de rol van een stichter eindigt bij de operationalisering van de onderneming, kan zijn invloed doorgezet blijven (Nelson, 2003). De rol als stichter houdt immers niet in dat er aan hem een bepaalde autoriteit of financiële returns zullen toegekend worden. Een stichter zal doorgaans andere organisationele rollen op zich nemen, zowel vóór als na het opstarten van de organisatie. Gegeven zijn verantwoordelijkheid als initiële architect van de organisatie wordt hij verondersteld rollen aan te nemen in de hogere geledingen van het bedrijf. Voorbeelden hiervan zijn: eigenaar, uitvoerende manager, lid van de raad van bestuur, of hoofd van een operationele eenheid. De wijzen waarop stichters invloed blijven uitoefenen, kunnen ingedeeld worden in 6 aspecten (Nelson, 2007):

1. De stichter als *focuspunt*: als stichters zichtbaar aanwezig zijn in de organisatie, kunnen zij een focuspunt vormen voor andere beslissingsmakers door de kennis, ervaring en status die ze hebben binnen de organisatie
2. De stichter als iemand die zijn *stempel* drukt op de organisatie: de stichter bepaalt de initiële structuur, strategie, en cultuur van de organisatie door de beginbeslissingen (inclusief de beslissingen vóór het opstarten van de organisatie)
3. De stichter zijn *psychologische toewijding*: stichters zijn toegewijd aan het voortbestaan en het succes van de organisatie en dat kan ervoor zorgen dat zij meer bijdragen in vergelijking met andere stakeholders van de organisatie



4. De stichter zijn *eigendomscontrole*: stichters zijn vaak eigenaars bij het opstarten van een onderneming, waardoor eigenaars met een groot absoluut of relatief aandeel in het eigendom vaak buitengewone macht bezitten
5. De stichter zijn *structurele bevoegdheid*: de stichter die een positie als CEO of lid van het topmanagementteam aanhoudt, heeft de bevoegdheid en verantwoordelijkheid voor het maken van belangrijke beslissingen
6. De stichter zijn *ambtstermijn*: actieve stichters zullen het langst aanwezig zijn in de organisatie, wat leidt tot ervaring binnen het bedrijf en de sector, waardoor zij waardevolle kennis hebben voor de organisatie en dit toelaat om informatiebronnen, relaties en methodes voor probleemoplossingen te ontwikkelen

Een organisatie die opgestart is, zal samenwerken met verschillende stakeholders om de bedrijfsactiviteiten uit te voeren. Jensen en Meckling (1976) gaan uit van een stichter als een 100 percent eigenaar/manager als startpunt van het bedrijfsbeleid. Vermits de eigenaar tevens de manager is, zijn de doelen van het bedrijf perfect in overeenstemming met de visie van de eigenaar. Deze positie verandert echter wanneer de organisatie groeit. Stichters zullen additionele middelen moeten aantrekken zoals kapitaal, mensen en technologieën. Door deze toevoegingen zullen ondernemingsdoelstellingen bereikt kunnen worden. Eigendom en management kunnen gezien worden als gebieden waartussen belangrijke uitwisselingen plaatsvinden. Zo kan de stichter van een organisatie een bepaald percentage van zijn eigendom ruilen tegen kapitaal om operationele activiteiten te financieren. Stichters nemen bijkomende werknemers aan en geven een deel van hun autoriteit aan hen door, waardoor zij de macht hebben om beslissingen te maken.

Stichters moeten een balans zoeken tussen de waarde van hun directe, persoonlijke controle en het voortbestaan en de groei van de organisatie, rekening houdend met de onmiddellijke voordelen die uitwisselingen opleveren (Nelson, 2003). Stichters zullen waarschijnlijk hun voorkeuren uitdrukken m.b.t. dit gegeven en de organisatie zal beïnvloed worden door het resultaat van die voorkeur. Stichters kunnen bijvoorbeeld beslissen om geen publieke financiering aan te trekken, om zo geen gezag als eigenaar of manager te verliezen. Dit kan resulteren in een trager groeiende onderneming en kan de overlevingskansen van de organisatie in gevaar brengen.

### 2.2.2 De alleenstaande stichter

Een stichter die alleen de beslissing heeft genomen om een organisatie op te richten, moet nog een andere rol omhelzen (Miller, Le Britton-Miller & Lester, 2011). Aangezien hij als enige stichter geldt, moet het idee voor de oprichting van de organisatie van hem komen, of moet hij de enige zijn die bereid was om een idee (dat mogelijk door een ander persoon bedacht werd) uit te voeren. Het is het meest waarschijnlijk dat hij zelf het idee gevormd heeft, waardoor hij de rol aanneemt van ondernemer of entrepreneur. Die rol kan evenwel versterkt worden doordat de stichter regelmatig communiceert met stakeholders. Stakeholders laten zich gelden bij de stichter: investeerders oefenen druk uit om returns op hun investering te behalen, werknemers willen meer opportuniteiten, klanten wensen een betere service, er moet concurrentie geboden worden aan andere organisaties,... Een stichter zijn verantwoordingsplicht t.o.v. de stakeholders ondersteunt de drang tot ondernemen, omdat de stichter aan de eisen van deze stakeholders wil voldoen. Het gezag en zelfs de zelfachting van een stichter kunnen daarom voor een gedeelte afgeleid worden uit die drang tot ondernemen.

Een entrepreneur wordt in de literatuur gekarakteriseerd als onbevreesde beslissingsmaker, volledig in controle, die met vertrouwen richting een onzekere toekomst wandelt (Mintzberg, 1973). Maar een entrepreneur beschermt zichzelf ook in zijn acties en behoudt de controle, want entrepreneurship betekent niet dat de ondernemer roekeloos of overmoedig te werk gaat. In aanvulling op voorgaande zaken heeft een entrepreneur een diepgaande kennis van de onderneming. Sam Steinberg, oprichter van een vroegere Canadese supermarktketen, zei ooit : *"I knew merchandise, I knew cost, I knew selling, I knew customers, I knew everything... and I passed on all my knowledge; I kept teaching my people. That's the advantage we had. They couldn't touch us."* (Mintzberg & Waters, 1982). Dit toont aan hoe effectief zulke kennis kan zijn wanneer die kennis geconcentreerd is in één individu die volledig in controle is (aangezien er geen mensen met andere visies en verschillende kennisgebieden moeten overtuigd worden, geen ondergeschikten noch meerderen), die een sterke, lange termijn toewijding heeft tot zijn organisatie, en die de visie en bekwaamheid bezit om van een nauwe focus naar een breder perspectief te bewegen. Onder deze voorwaarden is de rol van entrepreneur onovertroffen. Immers, niemand kan zo'n duidelijke en volledige visie geven van welke richting men uitwil met de organisatie terwijl flexibiliteit toelaat om die visie te herwerken indien nodig. De rol van stichter wordt benaderd als iemand die ondernemend moet zijn: de 'bouwer' van de organisatie.

### 2.2.3 De familiestichter

De beslissing om een organisatie op te richten hoeft echter niet noodzakelijk door één persoon gemaakt te worden. In dat opzicht bestaan er ook familiestichters die een onderneming oprichten in samenwerking met één of meerdere familieleden. Waar de alleenstaande stichter rekening moest houden met de verschillende stakeholders, wordt er bij familiestichters nog een extra dimensie aan toegevoegd. De sociale context van eigenaars kan hun identiteit en logica beïnvloeden. Miller, Le Britton-Miller en Lester (2011) onderscheiden 3 aspecten van de sociale context die aanleiding geven tot rollen die consistent zijn met groepsnormen:

1. Cognitieve kaders: eigenaars komen, via een herhaalde associatie met een stabiele groep van mensen (de familie in dit geval), tot gedeelde perspectieven
2. Normatieve impact: doordat familieleden emotioneel dicht bij elkaar staan, worden waarden gedeeld met elkaar en ontstaat een gevoel van verantwoordelijkheid ten opzichte van de groep; familie-eigenaars kunnen zich daarom altruïstisch gedragen naar hun familie toe
3. Politieke dimensies: identificatie met en afhankelijkheid van een groep kan druk met zich meebrengen om de groepsagenda te volgen; een stichter moet handelen in het belang van belangrijkste investeerders

De stichter of eigenaars van een familieonderneming moet communiceren met andere familie-eigenaars, bestuursleden of managers in het bedrijf (Miller, Le Britton-Miller & Lester, 2011). Familieleden vragen vaak van de onderneming om te voorzien in stabiele financiële steun, veiligheid, carrières, en altruïstische voordelen om familieharmonie te bereiken. Familiestichters worden gemotiveerd om de organisatie op zo'n manier te leiden dat familieleden kunnen rekenen op stabiele inkomens, lange termijn veiligheid en controle over de onderneming. Altruïsme speelt een belangrijke rol in het familieleven, waarbij ouders gemotiveerd worden om vrijgevig te zijn voor hun kinderen, en kinderen zorgzaam horen te zijn voor hun ouders (Baldrige & Schulze, 1999; Schulze et al., 2002). Altruïsme brengt dus inter-afhankelijke relaties voort tussen familieleden die hen onderscheiden van mensen buiten de familie, en die helpen om een familie-identiteit te creëren en te behouden. Een gevolg van altruïsme in familiebedrijven is dat belonings- en promotieplannen, die betrekking hebben op familieleden, weinig te maken hebben met hun werkelijke bijdrage binnen de organisatie.

In de literatuur bestaat er een discussie over de actieve versus de passieve familiestichter. Een algemeen kenmerk van familiebedrijven is dat familieleden vaak de rol van CEO of lid van het topmanagementteam op zich nemen (Anderson & Reeb, 2003). Dit leidt tot twee bijzondere ongerustheden. Allereerst kan de familie de belangen van de

organisatie gemakkelijker in lijn brengen met de belangen van de familie. Er wordt gesuggereerd dat de effecten van familie-eigendom een groter effect hebben op bedrijfsprestaties in de aanwezigheid van een familie CEO. Daarnaast kunnen familieleden een lid als CEO aanwijzen ten nadele van meer bekwame en getalenteerde professionele managers die geen band hebben met de familie. Dit kan tevens leiden tot wrevel bij personen die in het management zitten maar niet tot de familie behoren, vermits zij zien dat ervaring, inzet en talent niet noodzakelijk de vereiste vaardigheden zijn om topmanagementfuncties te bekleden (Schulze et al., 2001). Maar de toon hoeft niet per se negatief te zijn bij de aanwezigheid van een familielid als CEO. Stichter-CEO's brengen innovatieve en waardebevorderende expertise voor een organisatie (Morck et al., 1988). De aanwezigheid van de familie in een organisatie creëert eveneens sterke reputatie-effecten, waardoor familiemanagers gestimuleerd worden om bedrijfsprestaties te verbeteren (Anderson et al, 2003).

### **2.3 Opvolgers**

In de literatuur is er weinig onderzoek gevoerd naar de rol van opvolgers binnen een onderneming. Meestal worden opvolgers gecategoriseerd onder eigenaars van familiebedrijven (Achleitner et al., 2012). In andere gevallen worden stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen als één groep beschouwd en wordt er geen specifiek onderscheid gemaakt voor opvolgers. Anderson et al. (2008) zien opvolgergecontroleerde ondernemingen als deze waarin de opvolger van de stichter een eigendomspositie behoudt, deel uitmaakt van het bestuur, of als top level manager opereert. Om geclassificeerd te worden onder stichter- of opvolgercontrole, moet de stichter of opvolger niet noodzakelijk de rol van CEO op zich nemen. De indeling verwijst eerder naar het feit dat de stichter of opvolger invloed blijft uitoefenen op de onderneming, hoofdzakelijk door een aandeel in het eigen vermogen van de onderneming te bezitten.

Villalonga en Amit (2006) stellen vast familie-eigendom enkel waarde creëert voor alle aandeelhouders van de onderneming wanneer de stichter nog steeds actief is in de onderneming als CEO of als voorzitter van de raad van bestuur met een externe CEO. Wanneer familiebedrijven geleid worden door opvolger-CEO's zijn minderheidsaandeelhouders slechter af dan in niet-familiebedrijven (waar ze blootgesteld zouden worden aan klassieke agency conflicten met managers). Dit resultaat houdt zelfs stand wanneer de stichter aanwezig blijft als voorzitter van de raad van bestuur. Stichters creëren het meeste waarde wanneer er geen mechanismen zijn die de controle

verbeteren (zoals meerdere aandelenklassen met verschillende stemrechten, piramidestructuren, cross holdings, of stemmingsovereenkomsten) en die de uitbuiting van non-familiale aandeelhouders bevorderen.

Pérez-González (2006) gebruikt data over de opvolging van CEO's om te bepalen in welke mate het erven van controle invloed heeft op de bedrijfsprestaties. Er wordt echter geen specifiek onderscheid gemaakt over opvolgers. Er wordt gekeken naar de relatie die een nieuwe CEO heeft met de CEO die vertrekt, met een stichter, of met een grote aandeelhouder door familiebanden of huwelijk. Ondernemingen met zo'n CEO presteren slechter op gebied van operationele winstgevendheid en market-to-book ratios (die de relatieve waarde van een onderneming meet in vergelijking met de marktwaarde van de aandelen) dan ondernemingen met onafhankelijke CEO's. De onderzoeker concludeert dat slechtere prestaties prominent zijn in bedrijven die familie-CEO's aanstellen en geen opleiding hebben gevolgd bij een onderwijsinstelling. Vriendjespolitiek schaadt dus de prestaties door competitie van de arbeidsmarkt te belemmeren.

Nepotisme houdt in dat familieleden een bepaalde benoeming krijgen op basis van hun relaties, eerder dan op basis van hun kwalificaties. Nepotisme kan gedefinieerd worden als de verwerving door een individu van werk, promotie, gunstige werkomstandigheden en vergelijkbare voordelen, ongeacht zijn kennis, talent, vaardigheden, ondernemingsniveau en ervaring (Keles et al., 2011). De gunstige positie die ze verwerven in een onderneming hebben ze te danken aan hun familiale banden met de onderneming. Twee veelgebruikte termen in verband met nepotisme zijn vriendjespolitiek en favoritisme. Het is moeilijk om dit te controleren, vooral in culturen waar veel waarde gehecht wordt aan interpersoonlijke relaties.

Aan het verhaal van nepotisme en vriendjespolitiek zijn er twee zijden. De drijfveer om iets uit te bouwen en later door te geven aan familieleden kan toekomstige entrepreneurs motiveren om grote en succesvolle bedrijven te creëren (Morck, Stangeland & Yeung, 2000). Doordat er doorheen de jaren een bepaalde rijkdom werd opgebouwd, beschikken opvolgers over de nodige middelen om het management te monitoren en dragen ze bij tot een betere corporate governance. Ze kunnen politici onder druk zetten en financiële middelen vrijmaken voor innovatie. Daarnaast kan nepotisme de kosten van ondernemingen, aangaande het zoeken en selecteren van werkkrachten en het opsporen van talent, reduceren of zelfs volledig elimineren (Ponzo et al., 2010). Familiebedrijven, die gecontroleerd worden door opvolgers, worden doorgaans professioneler gemanaged omdat hun CEO's niet meer bezig moeten zijn met het opstarten van de onderneming (McConaughy & Phillips, 1999). Zij kunnen profiteren van het harde werk en de inzichten die vanuit de vorige generatie werden doorgegeven.

Terwijl stichters aanzien worden als entrepreneurs met een bepaalde technische bagage of bedrijfsachtergrond, is het voor opvolgers belangrijker dat ze behouden en verbeteren wat ze hebben meegekregen van hun voorgangers. Dit vereist andere vaardigheden die dichter aanleunen bij professioneel management.

Maar er bestaat ook een negatieve relatie tussen nepotisme en prestaties. Intelligentie is slechts gedeeltelijk erfelijk waardoor opvolgers binnen de familie niet noodzakelijk even bekwaam zijn dan hun voorgangers (Morck, Stangeland & Yeung, 2000). Dit kan ertoe leiden dat middelmatige managers aan het roer komen die vastgeroest zitten op hun stoel, enkel en alleen omdat ze de titel van 'opvolger' hebben gekregen. Nepotisme kan bovendien lagere efficiëntie tot gevolg hebben bij het controleren van familieleden. Eigenaars, die tevens ouders zijn, kunnen partijdig optreden en onjuiste oordelen vellen bij het evalueren van hun kinderen (Schulze et al., 2001).

## **2.4 Conclusie**

In dit hoofdstuk werd op zoek gegaan naar wat stichters en opvolgers precies zijn en hoe zij van elkaar onderscheiden kunnen worden. Een stichter heeft een bepaalde beweegreden om een onderneming op te richten. Om uiteindelijk tot een operationele uitvoering van ondernemingsactiviteiten te komen, zijn er verschillende stappen nodig die een stichter moet ondernemen. Een stichter hoeft na de oprichting niet noodzakelijk invloed uit te oefenen op de organisatie. Indien dit wel het geval is, kan hij verschillende rollen aannemen binnen de organisatie.

Verder werd een belangrijk onderscheid gemaakt tussen een alleenstaande stichter en een familiestichter. Bij alleenstaande stichters werd de significantie van entrepreneurship toegelicht, en werd het belang van de relatie met stakeholders onder de loep genomen. Bij familiestichters speelt de sociale context, in de vorm van een familie, een belangrijke rol. De link met altruïstische motieven werd gelegd, alsmede de mogelijkheid dat een familielid een rol speelt in het beleid van de onderneming. Een stichter moet bovendien rekening houden met alle stakeholders van zijn onderneming.

Bij opvolgers werd het begrip 'nepotisme' onderstreept, waarbij familieleden in familiebedrijven bevoordeeld worden ten nadele van externen. Een aantal positieve en negatieve gevolgen van nepotisme werden daarbij geded.



# Hoofdstuk 3

## EIGENDOMSSTRUCTUUR

### 3.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk werden stichters en opvolgers reeds verduidelijkt. Daarin werd vermeld dat stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen aanzien kunnen worden als ondernemingen waarin de stichter of opvolger een positie als aandeelhouder innemen. In dat geval bezitten ze een gedeelte van het eigendom van de onderneming en geeft dit hen bepaalde rechten. Omdat in deze masterproef onderzoek gevoerd wordt naar de situatie waarin stichters of opvolgers hoofdaandeelhouders zijn van ondernemingen, is het belangrijk dat we de verschillende aandeelhoudersstructuren van naderbij bekijken. In dit hoofdstuk wordt op zoek gegaan naar de oorsprong van de eigendomsstructuur in verschillende landen. Daarnaast wordt uitgezocht hoe de kapitaalstructuur bepaald wordt en wat de invloed is van concentratie van het eigendom. De rechten die hoofdaandeelhouders hebben op basis van hun aandeel in het eigendom zal invloed hebben op hun mogelijkheden tot uitbuiting en het gebruik van private controlevoordelen ten nadele van minderheidsaandeelhouders. Er zal getracht worden een antwoord te bieden op de deelvraag over de indeling van de eigendomsstructuur in het geval dat stichters en opvolgers hoofdaandeelhouders van de onderneming zijn. Tevens wordt uitgezocht welke rol de bestaande wetgeving speelt in de bepaling van de eigendomsstructuur.



### 3.2 Determinanten

De eigendomsstructuur van ondernemingen is niet zomaar een gegeven, maar ontstaat omwille van een aantal factoren die bepalen dat aandelen verspreid worden onder vele kleine aandeelhouders, of dat aandelen geconcentreerd worden in de handen van één of meerdere hoofdaandeelhouders. Demsetz (1983) argumenteerde dat de eigendomsstructuur van een onderneming kan gezien worden als *"an endogenous outcome of competitive selection in which various cost advantages and disadvantages are balanced to arrive at an equilibrium organization of the firm"*.

Demsetz en Lehn (1985) hebben onderzoek gevoerd naar de brede krachten die de structuur van ondernemingen beïnvloeden. Zij leiden 3 belangrijke krachten af: (1) de waardemaximaliserende grootte van een onderneming, (2) het controlepotentieel, d.i. het winstpotentieel door meer effectieve controle uit te oefenen, en (3) de systematische regulering, waarmee bedoeld wordt welke beperkingen opgelegd worden aan de reikwijdte en impact van aandeelhoudersbeslissingen. Zij kwamen tot 3 belangrijke conclusies: (1) eigendomsconcentratie is invers gerelateerd aan de eigendoms grootte, (2) eigendomsconcentratie is positief gerelateerd aan de instabiliteit van operationele activiteiten van de onderneming (d.i. aan het risiconiveau van de onderneming), en (3) eigendomsconcentratie is significant lager in gereguleerde ondernemingen dan in andere ondernemingen.

De eerste conclusie werd eveneens getrokken door Leech en Leahy (1991). Zij argumenteren dat hoe groter een onderneming is, hoe groter de waarde van een eigendomsaandeel is en hoe groter de kost voor een gegeven aandeel. Een aandeel wordt dus duurder waardoor de concentratie van het eigendom zal afnemen.

Volgens Shleifer en Vishny (1997) houdt de keuze van de optimale eigendomsstructuur een trade-off in tussen risico en incentives om efficiënt te zijn. Grotere eigenaars hebben sterkere incentives om managers te monitoren en bezitten meer macht om aandeelhoudersbelangen af te dwingen. Dit zou ervoor zorgen dat managers meer geneigd zijn om aandeelhouderswaarde te maximaliseren. Het portefeuillerisico van een eigenaar neemt echter toe naarmate hij een groter aandeel heeft in het eigendom (Thomsen & Pedersen, 2003). Portefeullerisico kan omschreven worden als het risico dat een investeringsportefeuille de financiële doelstellingen niet behaalt, en kan verminderd worden door de portefeuille te diversifiëren. Het bedrijfsspecifieke risico kan verschillen tussen ondernemingen, waardoor de optimale grootte van een eigendomsaandeel voor een hoofdaandeelhouder ook varieert.

Bebchuk (1999) ontwikkelde een model waarbij eigendomsconcentratie in publieke ondernemingen afhankelijk is van de grootte van private controlevoordelen. Hij toonde aan dat bij grote private controlevoordelen een stichter minder geneigd is om afstand te doen van zijn controle na IPO (Initial Public Offering, d.i. de beursintroductie van een onderneming). In landen waar private controlevoordelen groot zijn, zullen meer hoofdaandeelhouders bestaan. Controlerende aandeelhouders vóór de IPO vrezen immers dat hun controle zal afgenomen worden wanneer de private controlevoordelen groot zijn.

### **3.3 Systemen**

In de wetenschappelijke literatuur aangaande de eigendomsstructuur van organisaties wordt steevast gerefereerd naar Berle en Means (1932). Onderzoekers beschouwen het boek, 'The Modern Corporation and Private Property', als een basiswerk binnen het debat over de verdeling van het aandeelhouderschap in moderne organisaties. Ze vestigden reeds toen de aandacht op de noodzaak van wijdverspreid aandeelhouderschap in organisaties in de Verenigde Staten, waarbij het eigendom van het kapitaal verdeeld was tussen verschillende kleine aandeelhouders terwijl controle geconcentreerd moest worden in de handen van managers (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1998). De verdeling van het eigendom is bovendien nauw gerelateerd aan de agency theorie. Hoewel in dit onderdeel van de masterproef elementen van de agency theorie en corporate governance zullen voorkomen, worden toch vooral een aantal eigendomssystemen uitgediept. De agency theorie en corporate governance komen uitgebreider aan bod in een volgend hoofdstuk.

Mayer (1997) maakt een onderscheid tussen twee verschillende types van eigendomsstructuren: het insidersysteem en het outsidersysteem. Het insidersysteem is hetzelfde als het 'large shareholder control system'. Het belangrijkste kenmerk van dit systeem vinden we terug bij de verdeling van het aandeelhouderschap. Het aandeelhouderschap is immers geconcentreerd bij één of enkele grote investeerders of bedrijven. Dit betekent dat een beperkt aantal aandeelhouders van een organisatie controle uitoefent op die organisatie. Bovendien zijn de kapitaalmarkten weinig liquide en niet sterk ontwikkeld omdat slechts weinig ondernemingen beursgenoteerd zijn. Cuervo (2002) merkt op dat vooral continentaal-Europese landen hierdoor gekenmerkt worden. Het outsidersysteem wordt ook wel eens het 'market control system' genoemd. Dit systeem wordt getypeerd door verspreid aandeelhouderschap, meer liquide kapitaalmarkten en een hogere afdwingbaarheid van wetten. Daarnaast zijn bedrijven

meer geneigd om aandelen te verhandelen op de publieke markt in plaats van aandelen in handen van private investeerders te houden. Dit gegeven komt voort uit het feit dat aandelenmarkten goed ontwikkeld zijn en dus een institutioneel mechanisme voorzien om verspreid aandeelhouderschap te bereiken (Barker, 2006). Dit systeem wordt veelal toegepast in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

Berndt (2000) maakt een observatie van de verschillen in rechtspraak tussen insiderlanden en outsiderlanden. Het vennootschapsrecht in insiderlanden bestaat uit een uitgebreide set van verplichte regels aangaande de samenstelling van het bestuur, procedures betreffende de veranderingen in de kapitaalstructuur, het minimumkapitaal, voorkeurrechten etc. Nochtans was de regulering van financiële markten relatief laks, maar dit is in positieve zin gewijzigd nadat regelgevers binnen de EU hebben opgetreden. Openbaarmakingsverplichtingen in insiderlanden zijn gewoonlijk minder strikt dan in outsiderlanden. Outsiderlanden neigen naar een veel strengere regulering van de financiële markten met strikte openbaarmakingsverplichtingen, terwijl het vennootschapsrecht behouden blijft tot een set van standaardregels. Zelfs na de introductie van regulering door de EU zijn de verplichtingen aangaande toekomstige openbaarmakingen en institutionele regelingen nog steeds hoger in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk dan in Duitsland. Recentelijk lijkt er wel een convergentie te zijn naar reguleringsstrategieën die gebruikt worden in het outsidersysteem.

La Porta et al. (1998) stellen dat de verschillen in het karakter en effectiviteit van financiële systemen tussen landen gedeeltelijk gerelateerd kunnen worden aan de ongelijke bescherming van investeerders tegen uitbuiting door insiders in die landen. Die bescherming wordt gereflecteerd door wettelijke regulering en de kwaliteit van de handhaving van deze regulering. Uit de studie blijkt dat die twee factoren in grote mate en op systematische wijze verschillen van elkaar. In het bijzonder variëren die regels in juridische oorsprong. Bij het schrijven van wetten vertrekken beleidsmakers immers niet van een leeg blad, maar baseren ze zich – bewust of onbewust – op enkele juridische families of tradities (La Porta et al., 1998).

In het algemeen ontstaan *commerciële* wetten uit 2 uiteenlopende tradities: 'common law', dat oorspronkelijk Engels is, en 'civil law', dat gebaseerd is op het Romeins recht. Binnen de 'civil law' traditie zijn er 3 grote families waaruit wetten zijn ontstaan: Frans, Duits en Scandinavisch. De 'common law' werd gecreëerd door rechters en vervolgens opgenomen in de legislatuur. Rechters deden uitspraken over cases in praktijk en leidden hier formele wetten uit af. De 'common law' wordt toegepast door de Angelsaksische landen en investeerders krijgen hierbij de nodige wettelijke bescherming, waardoor er meer verspreid aandeelhouderschap is. In Continentaal-Europa (waartoe het Franse,

Duitse en Scandinavische systeem behoren) ligt de basis bij het burgerlijk recht. Wetten werden geformuleerd door wetgevers, specialisten en geleerden. In tegenstelling tot de Angelsakische landen wordt er weinig bescherming geboden aan investeerders tegen wangedrag van het management. Als gevolg hiervan moeten investeerders zichzelf indekken door een groot aandeel in de onderneming te bemachtigen, waardoor ze meer controle kunnen uitoefenen. Eigendomsconcentratie wordt zodoende beschouwd als een reactie op onvoldoende wettelijke bescherming (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1998). Los van deze indeling vinden we in de Latijnse landen en de rest van de wereld een meer geconcentreerd aandeelhouderschap terug (Coucke, 1998). Dit houdt in dat een hoofdaandeelhouder de controle over een onderneming stevig in handen houdt, waardoor minderheidsaandeelhouders uitgesloten kunnen worden.

Barker (2006) bespreekt eveneens beide types van eigendomsstructuren maar vanuit een corporate governance standpunt. Het insidermodel van corporate governance ontstaat wanneer eigenaars aan monitoring, toezicht en controle doen binnen de onderneming. Eigenaars met grote aandelenpakketten werken zo actief mee met het management. Dit laat immers de investeerders toe om directe hiërarchische controle te behouden over het management en aldus agency conflicten te beperken. De grote aandeelhouders vervullen, veel meer dan externe aandeelhouders, een disciplinaire en monitoring rol tegenover het management. Daardoor is de versterking van de macht van minderheidsaandeelhouders niet meteen een sociale noodzaak. Het gebrek aan rechten en bescherming ontmoedigt de betrokkenheid van minderheidsaandeelhouders in de eigendomsstructuur. Bovendien zijn ze onbereidwillig om zich bloot te stellen aan het risico van uitbuiting door hoofdaandeelhouders. Insidersystemen nemen overigens verschillende institutionele vormen aan. In bepaalde landen zijn de voornaamste hoofdaandeelhouders banken of andere institutionele bedrijven. In andere landen zijn dit dan weer families of etnische netwerken. De laatste vorm is die waarbij de staat de rol van hoofdaandeelhouder op zich neemt.

Het outsidermodel van corporate governance ontstaat bij aandelen in het eigendom van minder dan drie percent per investeerder (Barker, 2006). In zulke systemen wordt het eigenaarschap gedomineerd door portfoliogeoriënteerde institutionele investeerders. Deze eigenaars ondernemen hun corporate governance functies buiten de onderneming, en nemen geen actieve rol op binnen het management van deze bedrijven. Invloed op het bedrijfsmanagement wordt eerder uitgeoefend door een exit-strategie dan door zich te laten gelden. Concreet houdt dit in dat aandeelhouders hun aandelen in het eigen vermogen zullen verkopen in plaats van hiërarchische controle uit te oefenen.

### **3.4 Dimensies**

De eigendomsstructuur van een organisatie kan niet verklaard worden aan de hand van één enkele oorzaak. De eigendomsstructuur moet beschouwd worden als een multidimensioneel kader van verschillende variabelen, die elk een bepaalde invloed hebben op het aandeelhouderschap van een organisatie. Een variabele heeft dus slechts gedeeltelijk een invloed op de totale eigendomsstructuur.

Er zijn twee dimensies die de belangrijkste invloed hebben op de eigendomsstructuur van een onderneming: enerzijds de concentratie van het eigendom en anderzijds de aard of identiteit van de aandeelhouders. De eigendomsconcentratie geeft kwantitatieve informatie over het aandeelhouderschap en wordt weergegeven aan de hand van de grootte van het aandeel of de som van de aandelen via een concentratie-index. De identiteit van de aandeelhouders levert kwalitatieve informatie over het type waartoe een aandeelhouder behoort. Het al dan niet bekend zijn van de identiteit van een aandeelhouder is zeer belangrijk omdat verschillende types van aandeelhouders ook verschillende incentives, nutsfuncties en middelen van controle zullen hebben.

#### 3.4.1 Eigendomsconcentratie

Het beeld dat Berle en Means (1932) ophingen over de moderne organisatie komt niet meer overeen met de realiteit. Zij waren van mening dat de moderne organisatie geleid werd door professionele managers die geen verklaring moesten afleggen aan de aandeelhouders (La Porta et al., 1998). Managers hadden immers controle over de organisatie terwijl het eigendom verdeeld was onder vele kleine aandeelhouders. Maar sindsdien zijn er heel wat studies gevoerd over dit onderwerp en onderzoekers kwamen tot de vaststelling dat dit beeld niet meer in overeenstemming is met de werkelijkheid (Claessens, Djankov & Lang, 2000; La Porta et. al, 1998; Shleifer & Vishny, 1986). Zowel in ontwikkelde landen zoals Duitsland (Franks & Mayer, 2001) als in minder ontwikkelde landen (La Porta et al., 1998) is de concentratie van het eigendom significant hoger dan wat Berle & Means aangaven. In de Angelsaksische landen, met wijdverspreid aandeelhouderschap, heeft het management het verspreide en ongeorganiseerde karakter van de aandeelhouders aangegrepen om zelf de controle over de vennootschap in handen te nemen (Coucke, 1998). Maar in andere landen (zoals de Latijnse landen of in Continentaal-Europa) komt de scheiding van eigendom en controle niet zo vaak voor.

Berle en Means (1932) hebben bijgedragen tot de discussie over de evolutie van financiële systemen (Berndt, 2000). Zij stellen dat industrialisering schaalvoordelen

oplevert en als gevolg daarvan de ondernemingsgrootte toeneemt. Budgetbeperkingen en de voordelen van diversificatie zouden ertoe moeten leiden dat een systeem van geconcentreerde eigendom uiteindelijk verandert in een financieel systeem dat gedomineerd wordt door verspreid aandeelhouderschap. Verschillende gradaties in verspreid aandeelhouderschap zouden daardoor verklaard kunnen worden door verschillende niveaus van economische ontwikkeling. Dit zou dus ook uitleggen waarom er hoge niveaus van concentratie te vinden zijn in ontwikkelingslanden. In de literatuur is er geen consensus over waarom financiële systemen in een verschillende richting geëvolueerd zijn en waarom de resulterende structuren hebben standgehouden over vele decennia. Zoals we reeds weten is er echter wel consensus dat de ontwikkeling van een financieel systeem bepaald wordt door nationale financiële regulering (in aanvulling op andere factoren zoals sociale normen).

#### 3.4.2 Aandeelhoudersidentiteit

Naast de eigendomsconcentratie van een organisatie is ook de identiteit van de eigenaars een uitermate belangrijk aspect in de verklaring van de eigendomsstructuur (Thomsen & Pedersen, 2003). De identiteit van aandeelhouders verschilt eveneens al naargelang de vestiging van de organisaties. In Angelsaksische landen zijn de typische aandeelhouders fondsbeheerders, terwijl Continentaal-Europese landen gekenmerkt worden door families, overheden of bedrijfseigenaars. Hierbij kan het voorvallen dat de objectieven van deze groepen substantieel verschillen van de maximalisatie van de totale aandeelhouderswaarde. De eigendomsstructuur van een organisatie kan dus niet alleen verklaard worden door de verdeling van de eigendomsaandelen, maar eveneens door de identiteit van de relevante eigenaars. Potentiële eigenaars verschillen van elkaar op vlak van hun vermogen, de kapitaalkosten, hun bekwaamheid, hun voorkeuren voor 'on-the-job' consumptie, en het gebrek aan eigendomsbanden met de organisatie. Deze verschillen beïnvloeden de wijze waarop eigenaars hun eigendomsrechten uitoefenen, waardoor er belangrijke implicaties kunnen optreden voor de ondernemingsprestaties en de manier waarop de onderneming zich gedraagt. De identiteit van een eigenaar bepaalt zijn voorkeuren en doelstellingen, terwijl de eigendomsconcentratie hun kracht en incentives bepaalt om deze doelstellingen te verwezenlijken.

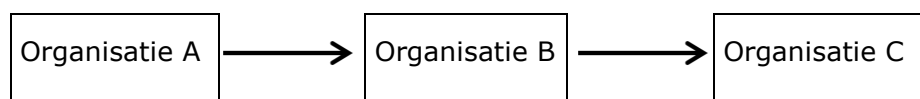
Het economische gedrag van individuele aandeelhouderstypes wordt beïnvloed door de kosten en opbrengsten van hun eigendom (Gross, 2007). Zo gaan bedrijven, die geleid worden door een eigenaar-manager, transactiekosten proberen te vermijden bij het aannemen van professionele managers. Zij zullen echter te maken krijgen met transactiekosten van financiering omdat de onderneming niet tegelijkertijd haar

transacties met managers en externe investeerders kan internaliseren. Deze bedrijven kunnen te maken krijgen met financiële problemen ten gevolge van kapitaalrantsoenering, kortetermijnbeleid en risicoaversie (Fama & Jensen, 1985). Bedrijven, die in handen zijn van investeerders, kunnen kapitaal ophalen op de aandelenmarkt maar moeten een beroep doen op de diensten van professionele managers (Gross, 2007). In deze bedrijven lijkt het minder waarschijnlijk dat ambitieuze investeringsprogramma's worden ondernomen om schaalvoordelen te benutten. Daarentegen zullen wellicht nichestrategieën nagestreefd worden die leiden tot flexibiliteit en differentiatie.

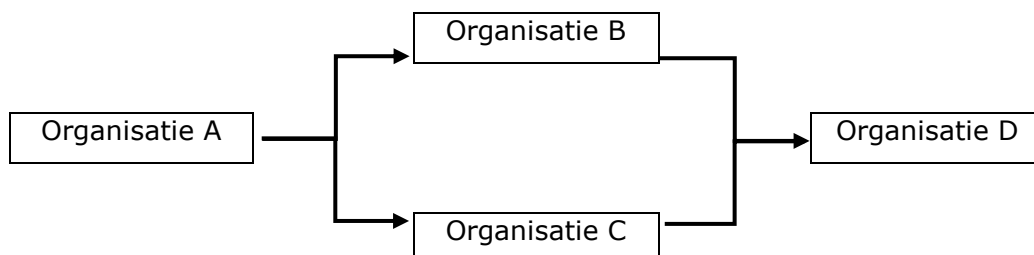
### 3.4.3 Directe en indirecte controle

Zoals reeds duidelijk gemaakt werd, zijn de eigendomsconcentratie en de identiteit van aandeelhouders de belangrijkste dimensies voor de verklaring van de eigendomsstructuur. Dit betekent echter niet dat andere dimensies insignificant zijn. Gross (2007) maakt gewag van een derde dimensie, nl. de definiëring van het eigendomsbezit. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen direct en indirect aandeelhouderschap. Direct aandeelhouderschap houdt in dat de aandeelhouder rechtstreeks eigenaar is van de aandelen. Indirect aandeelhouderschap betekent daarentegen dat de aandeelhouder zeggenschap heeft over de aandelen via diverse entiteiten. Onderstaande figuren geven een beeld van enkele mogelijke situaties die kunnen optreden wanneer verschillende ondernemingen met elkaar verbonden zijn.

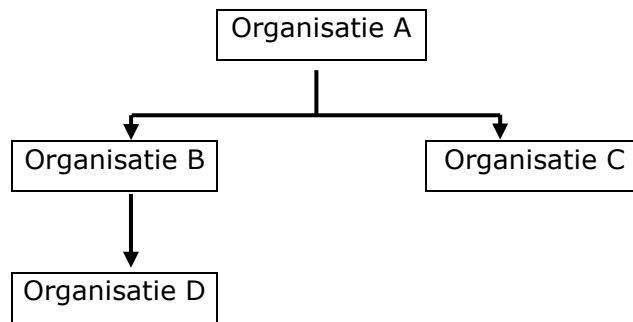
#### **Ketting van schakels**



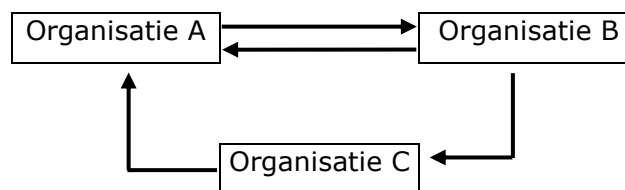
#### **Meervoudige ketting van schakels**



### Piramidestructuur



### Cross holdings



Figuur 1: Mogelijke eigendomsverhoudingen

Bron: Gross, K. (2007). *Equity Ownership and Performance: An Empirical Study of German Traded Companies*. Physica-Verlag, A Springer Company: Heidelberg.

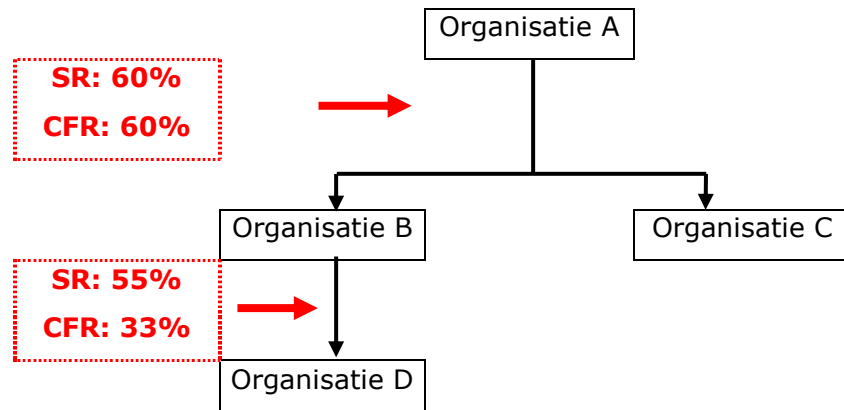
Direct aandeelhouderschap kan afgeleid worden uit de enkele pijl, die vertrekt vanuit de ene organisatie en loopt tot de andere organisatie. Indirect aandeelhouderschap verloopt via verschillende pijlen en kan erg ingewikkeld worden naarmate er meer organisaties verbonden zijn of bij het bestaan van piramidestructuren en cross holdings. Piramidestructuren zijn een variant van de controleketting, waarbij elke schakel in de ketting een minimumcontrole moet vertegenwoordigen (Gross, 2007). Piramidestructuren zijn uitermate relevant in deze masterproef omdat er een agency probleem kan opduiken tussen de controlerende aandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders. Bij deze structuren kunnen de controlerende aandeelhouders immers een grotere macht uitoefenen dan hun cash flow rechten toelaten. Cross holdings kunnen ontstaan wanneer een beursgenoteerde onderneming aandelen verwerft in een andere beursgenoteerde onderneming. Bij indirect aandeelhouderschap moet via een ketting van volmachten worden nagegaan wie de uiteindelijke eigenaar is van de aandelen van een organisatie.



#### 3.4.4 Cash flow rechten en controlerechten

Een laatste dimensie is de verdeling van de eigendomsrechten. De eigendomsrechten kunnen opgesplitst worden in twee soorten rechten: de cash flow rechten en de controlerechten. De cash flow rechten representeren het recht van een investeerder op een gedeelte van de winst van een organisatie. Een investeerder mag dus aanspraak maken op een bepaalde cash flow als gevolg van zijn bezit van aandelen in een organisatie. De controlerechten staan in werkelijkheid voor stemrechten of rechten tot inspraak in het beleid van de organisatie. De optimale verdeling van cash flow rechten en controlerechten in financiële contracten is ingewikkeld door 3 specifieke factoren: (1) contracten zijn onvolledig (contracten specificeren de optimale acties niet voor iedere toekomstige mogelijke situatie), (2) heel wat investeringsprojecten zijn dikwijls grote schaalinvesteringen die niet kunnen opgesplitst worden in kleinere en verifieerbare investeringen, die zouden toelaten dat het contract in verschillende fases kan uitgevoerd worden, en (3) informatie is duur en soms onbeschikbaar voor de partijen op het moment dat het contract wordt aangegaan (Zender, 1991; Aghion, 1992). Gross (2007) stelt dat de omvang van en het verschil tussen deze rechten van belang zijn voor de incentives en het gedrag van aandeelhouders.

Volgens Edwards en Weichenrieder (2009) bestaan er twee manieren waarop beide rechten van elkaar kunnen onderscheiden worden. Een eerste methode is deze waarbij de onderneming verschillende soorten aandelen kan uitgeven die verschillen in relatieve verhouding van de stemrechten en het recht op dividenduitkering. Een tweede methode bestaat erin dat de eigenaar controle uitoefent via een keten van andere organisaties, de zogeheten piramidestructuur die voordien besproken werd. Een eenvoudig voorbeeld verduidelijkt deze methode:



Figuur 2: Piramidestructuur

Bron: Eigen bewerking, gebaseerd op: Edwards, J.S.S., Weichenrieder, A.J. (2009). Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 72, 489-508.

We beschouwen hierbij organisaties A, B en D en veronderstellen dat alle aandelen dezelfde stem- en dividendrechten bezitten, en het bezit van een eenvoudige meerderheid van de stemrechten de eigenaar toelaat om alle bedrijfsbeslissingen te bepalen. Organisatie A heeft 60% van de stemrechten (SR) in organisatie B, terwijl organisatie B op zijn beurt 55% van de stemrechten in organisatie D heeft. Deze piramidestructuur geeft organisatie A volledige controle over organisatie D, terwijl organisatie A slechts 33% van de cash flow rechten heeft (d.i. het product van de stemrechten, nl.  $60\% \times 55\%$ ). Dit kan aanleiding geven tot uitbuiting: organisatie A kan zijn machtspositie misbruiken om organisatie D te benadelen. Per euro dat organisatie D uitgebuit wordt door A, verliest A slechts 0,33 euro (in de vorm van dividenden).

In realiteit wordt de piramidestructuur als vaakst gebruikte methode gehanteerd om controlerechten en cash flow rechten van elkaar te scheiden. Om de controlerechten te bepalen wordt in de literatuur gebruik gemaakt van het 'weakest-link principle' (WLP). Dit principe wijst controle toe aan de ultieme eigenaar op basis van de minimumwaarde van de stemrechten over de verschillende schakels in de controleketen. Het is echter een ad hoc maatstaf zonder theoretische grondslag. Recente empirische literatuur heeft het als vanzelfsprekend aangenomen dat het WLP de controlerechten op een aanvaardbare wijze bepaalt (Claessens et al. 2000; Faccio & Lang, 2002).

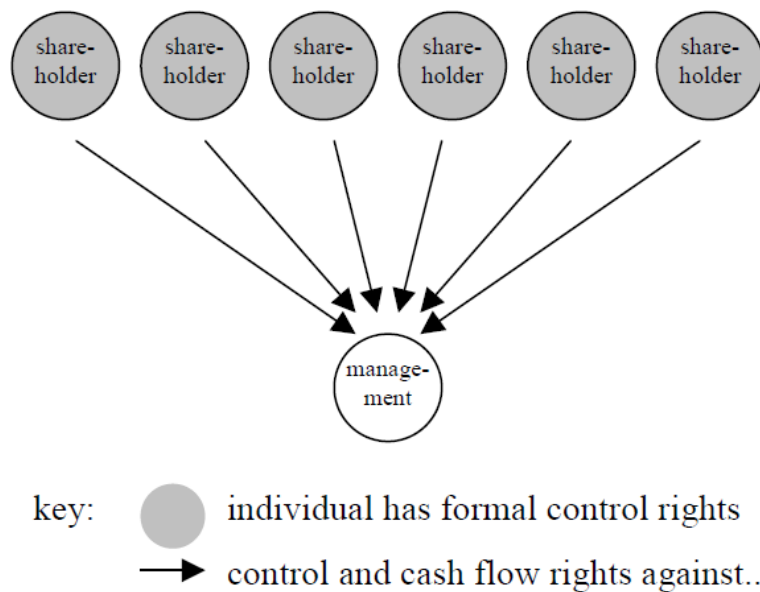
Edwards en Weichenrieder (2009) reiken een alternatief aan om de controlerechten te bepalen. Zij maken gebruik van een stemrechten index, die maatstaven voorziet van de mogelijkheden van een stemgerechtigde om de uitkomst van een stemming te bepalen.

Om die mogelijkheden vast te stellen moet er rekening gehouden worden met het totale aantal aandelen dat nodig is om de stemming te winnen, en de verdeling van de rechten van overige stemgerechtigden. Aan zo'n index hangen twee voordelen vast. Ten eerste kunnen controlerechten van cash flow rechten onderscheiden worden, zelfs wanneer alle aandelen dezelfde dividendrechten en stemrechten bezitten en geen enkele eigenaar controle kan uitoefenen in een piramidestructuur. Ten tweede voorziet de index een basis voor alternatieven voor het WLP.

Volgens Berndt (2000) vormt de mate van concentratie tussen de controlerechten en de cash flow rechten onder aandeelhouders het belangrijkste verschil tussen twee financiële systemen, nl. het voorheen besproken insider- en outsidersysteem. In landen met een outsidersysteem is, zoals geweten, verspreid aandeelhouderschap de overheersende eigendomsstructuur van de meeste organisaties. Deze verspreiding verwijst zowel naar de cash flow rechten als de controlerechten van het eigendom. 'One share - one vote' is het voornaamste principe dat gebruikt wordt in corporate governance mechanismen om controlerechten te verdelen onder aandeelhouders in outsiderlanden. In economieën met een insidersysteem is daarentegen een meer geconcentreerd aandeelhouderschap gebruikelijk. Niet alleen zijn cash flow rechten meer geconcentreerd, maar er wordt eveneens niet vastgehouden aan het 'one share - one vote' principe in het corporate governance beleid van organisaties in insidersystemen. Mogelijkheden omvatten onder andere de uitgifte van dual-class shares, of het bestaan van cross holdings, proxy voting mechanismen (waarbij een aandeelhouder aan een andere aandeelhouder het recht geeft om in zijn/haar plaats te stemmen bij afwezigheid), en piramidale eigendomsstructuren. Controle wordt uitgeoefend door een individuele of een groep controlerende aandeelhouders, wiens controlerechten groter zijn dan de cash flow rechten.

In outsidersystemen zijn controlerechten en cash flow rechten doorgaans met elkaar verbonden (one share - one vote), wat ertoe leidt dat de verspreide controle vrij verhandelbaar is tussen een groot aantal externe investeerders. Berndt (2000) illustreert deze vorm van corporate governance aan de hand van onderstaande figuur, met als naam strategie *D*, verwijzend naar verspreide (= *dispersed*) controle:

### Strategy D – Disperse Formal Control Rights

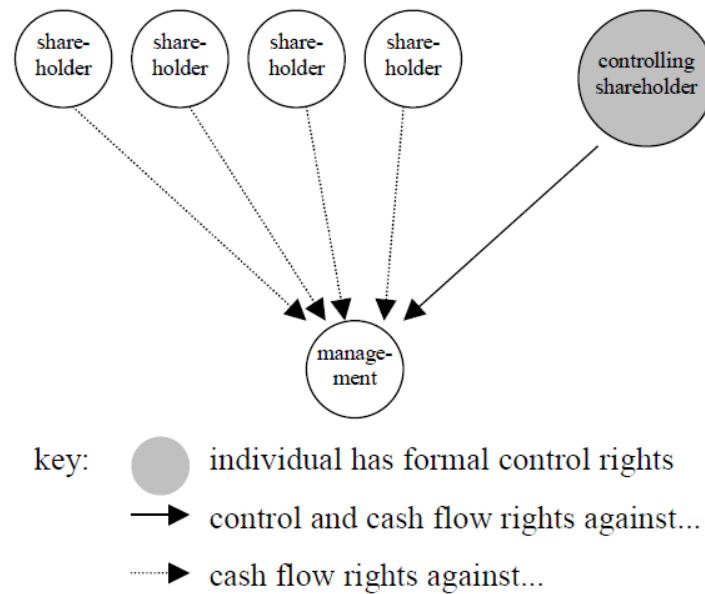


Figuur 3: Verspreide formele controlerechten

Bron: Berndt, M. (2000). Global Differences in Corporate Governance Systems: Theory and Implications for Reforms. *Harvard Law and Economics Discussion Paper 303*.

Bedrijfscharters in insidersystemen omvatten gewoonlijk mechanismen om deze rechten van elkaar te scheiden, met als resultaat dat de controle geconcentreerd is in handen van insiders die grote aandelenpakketten bezitten. Naar deze vorm van corporate governance wordt verwezen als strategie C, dat staat voor geconcentreerde controle:

### Strategy C – Concentrate Formal Control Rights



Figuur 4: Geconcentreerde formele controlerechten

Bron: Berndt, M. (2000). *Global Differences in Corporate Governance Systems: Theory and Implications for Reforms. Harvard Law and Economics Discussion Paper 303.*

Claessens et al. (2002) bestudeerden de effecten van eigendomsstructuren met aandacht voor de rol van grote aandeelhouders. Investeerders met grote eigendomsaandelen hebben sterke incentives om de ondernemingswaarde te maximaliseren (d.i. het positieve incentive effect) en hebben de mogelijkheid om informatie te verzamelen en het management te monitoren. Grote aandeelhouders hebben eveneens incentives om druk te zetten op managers of hen te verdrijven door een proxy fight of een overname. Shleifer en Vishny (1997) hebben wel ondervonden dat grote aandeelhouders hun eigen belangen kunnen nastreven, die niet in overeenstemming zijn met de belangen van andere investeerders, werknemers of managers. Een mogelijke interpretatie kan zijn dat prestaties verbeteren wanneer de eigenaar ook manager is, maar die eigenaar-manager na een tijdje zo zeker is van zijn positie dat hij private voordelen gaat nastreven ten koste van externe investeerders (d.i. het negatieve entrenchment effect). Claessens et al. (2002) stellen vast dat de ondernemingswaarde toeneemt bij het bezit van cash flow rechten van de grootste aandeelhouder, wat consistent is met het positieve incentive effect. Maar de ondernemingswaarde daalt wanneer de controlerechten van de grootste aandeelhouder groter zijn dan zijn cash flow rechten, wat in lijn ligt met het negatieve entrenchment effect. Deze bevindingen vormen de basis voor volgende hypothesen:

*H1a: Een CEO, die tevens stichter of opvolger is, zal een positieve invloed hebben op de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.*

*H1b: Een CEO, die tevens stichter of opvolger is, zal een negatieve invloed hebben op de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.*

### **3.5 Conclusie**

Om een beter inzicht te krijgen op situaties waarin de stichter of opvolger kan optreden als hoofdaandeelhouder, werd op zoek gegaan naar hoe de eigendomsstructuur van ondernemingen in elkaar zit.

De kapitaalstructuur van een onderneming is geen gegeven maar wordt beïnvloed door allerlei factoren, die enerzijds kunnen leiden tot verspreid aandeelhouderschap maar anderzijds ook tot geconcentreerd aandeelhouderschap of een mengelvorm van beide structuren. Daartoe werden een aantal determinanten besproken die al dan niet bijdragen tot een bepaalde eigendomsconcentratie.

Daarnaast werden een aantal systemen aangehaald voor de verdeling van het eigendom van ondernemingen. Hierbij werd een onderscheid gemaakt tussen insider- en outsidersystemen en werd er speciale aandacht besteed aan de rol die wettelijke regulering speelt in de bepaling van de eigendomsstructuur.

Verder werd de eigendomsstructuur bekeken als een multidimensioneel kader waarop verschillende variabelen een specifieke invloed hebben. De concentratie van het eigendom, de identiteit van aandeelhouders, de wijze van uitoefening van controle (direct versus indirect) en de verdeling van eigendomsrechten kwamen achtereenvolgens aan bod.



# Hoofdstuk 4

## AGENCY THEORIE

### 4.1 Inleiding

In de voorbije 2 hoofdstukken werd reeds duidelijk wat stichters en opvolgers zijn en dat ze in een onderneming als hoofdaandeelhouder kunnen optreden. De combinatie van stichter als hoofdaandeelhouder kan belangrijke gevolgen hebben voor de overige aandeelhouders van een onderneming, die de benoeming van minderheidsaandeelhouders krijgen. In dit hoofdstuk wordt op zoek gegaan naar de mogelijke consequenties van zulke eigendomsstructuren. Er wordt gestart met het toelichten van de agency theorie, die een verklaring tracht te geven van de tegengestelde belangen van hoofdaandeelhouders en minderheidsaandeelhouders. Daarna wordt dieper ingegaan op de rol van grote aandeelhouders in agency conflicten. Vervolgens wordt specifiek besproken waarom grote aandeelhouders lagere transparantie kunnen toepassen om private controlevoordelen te behalen. Ten slotte wordt besproken waarom investeerders of bedrijven wel/niet bereid zijn om risico's te nemen. In dit hoofdstuk komen de deelvragen aan bod m.b.t. de beïnvloeding van transparantie door hoofdaandeelhouders, de private controlevoordelen, de gevolgen voor ondernemingen en voor minderheidsaandeelhouders.

### 4.2 Algemeen

Jensen en Meckling (1976) worden in de literatuur vaak aangehaald als basis voor het onderzoek van agency relaties. Zij definiëren een agency relatie als een contract waarbij één of meerdere personen (de principaal) een andere persoon (de agent) de toelating



geeft om een bepaalde dienst te leveren namens de principaal. Dit houdt in dat de beslissingsbevoegdheid inzake een bepaalde materie wordt gedelegeerd aan de agent. Als beide partijen in de relatie streven naar nutsmaximalisatie, dan is er een goede reden om te geloven dat de agent niet altijd handelt in het beste belang van de principaal. De principaal kan de belangenkloof beperken door geschikte incentives aan de agent te geven, en door monitoringkosten te betalen om ongewenste activiteiten van de agent te limiteren. Bovendien bestaan er ook situaties waarin de agent zogeheten bonding kosten betaald. Dit zijn alle kosten die een agent maakt om zijn principaal ervan te overtuigen dat hij effectief in het belang van de principaal werkt.

Het is dus onmogelijk voor de principaal of de agent om er kosteloos voor te zorgen dat de agent optimale beslissingen maakt vanuit het standpunt van de principaal. Er zal echter altijd een bepaalde mate van afwijking zijn tussen de beslissingen van de agent en de beslissingen die de waarde voor de principaal zouden maximaliseren. Men refereert naar de kost van deze afwijking als het residuele verlies. De geldelijke uitdrukking van het waardeverlies voor de principaal als gevolg van deze afwijking wordt de kost van de agency relatie genoemd. De totale agency kosten zijn dus de som van volgende elementen:

1. De monitoring uitgaven door de principaal
2. De bonding uitgaven door de agent
3. Het residuele verlies

Volgens Eisenhardt (1989) moet de principaal-agent relatie een weerspiegeling zijn van de efficiënte organisatie van informatie en risicodragende kosten. De agency theorie richt zich op het oplossen van 2 problemen die zich kunnen voordoen in agency relaties. Het eerste agency probleem ontstaat wanneer de doelstellingen van de principaal en de agent niet overeenkomen, en het moeilijk of kostelijk is voor de principaal om te controleren wat de agent werkelijk uitvoert. Het probleem hier is dus dat de principaal niet kan nagaan of de agent zich op de juiste manier gedraagt. Het tweede agency probleem is het probleem van risicodeling dat zich voordoet wanneer de principaal en de agent een verschillende houding aannemen ten aanzien van risico's. De principaal en de agent kunnen andere handelingswijzen verkiezen omwille van verschillende risicovoorkeuren. Omdat een agency relatie tussen de principaal en de agent via een contract tussen beide partijen gecontroleerd wordt, moet het meest efficiënte contract bepaald worden die deze relatie controleert, gegeven veronderstellingen over mensen (eigenbelang, begrensde rationaliteit, risicoaversie), organisaties (conflicten over de doelstellingen), en informatie (informatie is verhandelbaar en kan dus gekocht worden).

Zo ontstaat een agency conflict bijvoorbeeld wanneer de principaal en de agent verschillende doelstellingen hebben en de principaal niet kan bepalen of de agent zich correct heeft gedragen. Dat agency conflict kan opgedeeld worden in 2 verschillende aspecten: 'moral hazard' en 'adverse selection'. Moral hazard houdt in dat er een gebrek aan inspanning is bij de agent: de agent doet minder moeite dan wat beide partijen hadden afgesproken. Adverse selectie ontstaat wanneer de capaciteiten van de agent niet juist zijn voorgesteld. De agent geeft aan dat hij over bepaalde capaciteiten of mogelijkheden beschikt wanneer hij wordt aangenomen. Maar wanneer de principaal geen kennis heeft over de volledige capaciteiten of mogelijkheden van de agent op het moment dat hij wordt aangenomen, is er sprake van adverse selectie.

Als gevolg van deze twee problemen heeft een principaal twee mogelijke opties. Enerzijds kan hij het gedrag van de agent achterhalen door te investeren in informatiesystemen. Anderzijds kan hij een resultaatgebonden contract aangaan met de agent. Dit contract stimuleert het gedrag van de agent door zijn belangen te laten overeenstemmen met die van de principaal. Hierbij wordt er wel risico overgedragen aan de agent omdat het resultaat een functie is van het gedrag van de agent. Het overheidsbeleid, het economisch klimaat, acties van concurrenten, technologische veranderingen etc. kunnen oncontroleerbare afwijkingen in het resultaat veroorzaken. Als de onzekerheid over het resultaat laag is, zijn de kosten om risico over te dragen naar de agent laag en zijn resultaatgebonden contracten aantrekkelijk. Wanneer echter de onzekerheid over het resultaat toeneemt, wordt het steeds duurder om risico over te dragen naar de agent.

### **4.3 Scheiding van eigendom en controle/management**

Fama en Jensen (1983) stellen dat agency problemen zich voordoen omdat contracten niet kosteloos opgesteld en afgedwongen kunnen worden. De meeste contracten binnen organisaties beperken de risico's die genomen worden door agenten, d.m.v. vaste vergoedingen of prestatieafhankelijke betalingen. Het residuele risico wordt dan gedragen door diegenen die recht hebben op de netto cash flow: de residuele claimhouders. De controle van agency problemen is belangrijk in het beslissingsproces wanneer de beslissingsagenten, die de belangrijke beslissingen initiëren en implementeren, niet de belangrijkste residuele claimhouders zijn. Zij dragen bijgevolg geen groot gedeelte van de waarde-effecten van hun beslissingen. Zonder effectieve controleprocedures bestaat er een grotere mogelijkheid dat die beslissingsagenten acties ondernemen die afwijken van de belangen van de residuele claimhouders.

Jensen en Meckling (1976) hebben een analyse gemaakt van het effect van extern kapitaal op agency kosten door het gedrag van een manager te vergelijken in twee gevallen: (1) de manager bezit 100 percent van de residuele claims van een onderneming, en (2) de manager verkoopt een gedeelte van de claims aan externen. In het eerste geval is de manager de enige eigenaar, waardoor beslissingen de waarde maximaliseren voor de eigenaar. Deze beslissingen houden niet alleen voordelen van financiële returns in, maar ook de waarde die gehaald kan worden uit niet-financiële aspecten zoals de aantrekkelijkheid van het werk, persoonlijke relaties met de werknemers (zoals onderling respect) etc.

Wanneer de eigenaar-manager beslist om eigendomsaandelen te verkopen, ontstaan er agency kosten door het verschil in belangen van de eigenaar-manager en externe aandeelhouders. De reden hiervoor ligt in het feit dat de manager in dat geval slechts een fractie van de kosten moet betalen om niet-financiële voordelen te behalen die de waarde voor hem maximaliseren. De eigenaar-manager kan dus bronnen van de onderneming aanwenden om zichzelf te verrijken. Zulke activiteiten kunnen beperkt worden doordat externe aandeelhouders investeren in monitoring. Vooruitziende minderheidsaandeelhouders zullen beseffen dat hun belangen niet volledig overeenstemmen met de belangen van de eigenaar-manager. Hierdoor zal de prijs die zij bereid zijn te betalen voor de aandelen de monitoringkosten en het effect van het belangenconflict weerspiegelen.

Wanneer het aandeel in het eigen vermogen van de eigenaar-manager daalt, daalt ook zijn recht op een deel van het resultaat en stimuleert dit hem om een groter gedeelte van de ondernemingsbronnen te spenderen in de vorm van persoonlijke voordelen. Dit zorgt er eveneens voor dat minderheidsaandeelhouders meer middelen gaan inzetten om het gedrag van de eigenaar-manager te monitoren. Jensen en Meckling (1976) concluderen dat de welvaartskost stijgt voor de eigenaar door het ophalen van extra middelen op de kapitaalmarkt wanneer zijn gedeelte in het eigendom daalt.

Baldrige en Schulze (1999) analyseren agency problemen vanuit het standpunt van organisationele rechtvaardigheid in familiebedrijven. De agency theorie stelt immers dat familiebedrijven minder agency problemen ondervinden omdat de eigenaar(s) actief is (zijn) in het management en er bijgevolg minder kosten gemaakt moeten worden om corporate governance mechanismen te installeren. Maar familiebedrijven krijgen te maken met andere governance problemen zoals opvolgingsstrijd, familieconflicten en moeilijkheden in de selectie en de retentie van non-familiale werknemers.

In hoofdstuk 2 van deze masterproef werd reeds uitgelegd dat volgens Schulze et al. (2002) altruïsme de oorzaak is van een aantal governance problemen in ondernemingen.

De organisationele rechtvaardigheidstheorie stelt dat mensen één of een combinatie van drie rechtsvaardigheidsregels gebruiken om redelijkheid te beoordelen. Ten eerste is er de kapitaalsregel, ten tweede bestaat de gelijkheidsregel en als laatste is er een regel omtrent speciale noden. De kapitaalsregel stelt dat het resultaat op zo'n manier verdeeld moet worden dat de ratio van inputs t.o.v. het resultaat constant is. Personen die meer bijdragen aan een organisatie hebben dus recht op een grotere vergoeding. De regel omtrent speciale noden houdt in dat middelen moeten verdeeld worden op basis van individuele noden.

In familiebedrijven overlappen echter de grenzen van het bedrijfsleven en de familie waardoor het onduidelijker wordt om te bepalen hoe rechtvaardigheid verdeeld moet worden (Baldrige & Schulze, 1999). Enerzijds wil men bijvoorbeeld het resultaat gelijk verdelen over alle familieleden (consistent met de kapitaalsregel op voorwaarde dat ieder familielid evenveel heeft ingebracht), terwijl men anderzijds een familielid in moeilijkheden meer wil toebedelen (consistent met de speciale noden regel). Als een familielid zich onrechtvaardig behandeld voelt, draagt dit bij tot de agency problemen van een onderneming.

#### **4.4 Grote aandeelhouders**

In de literatuur wordt veel aandacht besteed aan de agency relatie tussen aandeelhouders en managers (Jensen & Meckling; 1976; Shleifer & Vishny, 1986; Baldrige & Schulze, 1999). Wanneer controlerechten geconcentreerd zijn in handen van een klein aantal investeerders die gezamenlijk grote cash flow rechten hebben, dan is eensgezinde actie door die investeerders veel eenvoudiger dan wanneer de controlerechten onder hen verdeeld zijn. Des te meer eigendom geconcentreerd is, des te minder de onderneming nood heeft aan wettelijke bescherming (Shleifer & Vishny, 1997). Concentratie van eigendom kan zich voordoen in verschillende vormen: door grote aandeelhouders, via overnames of door grote kredietinstellingen.

De meest directe manier om cash flow rechten en controle rechten van externe investeerders te doen overeenkomen, is door aandelenbezit te concentreren. Dit betekent dat één of meerdere investeerders substantiële aandelen in het eigendom bezitten, nl. 10 of 20 percent. Maar aan geconcentreerde eigendom zijn ook kosten verbonden. De meest duidelijke kost is dat grote investeerders niet gediversifieerd zijn en alzo te veel risico moeten dragen. Maar het blijkt dat eigendom in veel ondernemingen in de wereld geconcentreerd is, wat aangeeft dat de kost van een gebrek

aan diversificatie minder belangrijk wordt geacht dan de kost om controle te moeten afstaan.

Een groter probleem is dat grote aandeelhouders hun eigen belangen vertegenwoordigen, die niet overeenkomen met de belangen van andere investeerders van de onderneming (Shleifer & Vishny, 1997). Als de grote aandeelhouder zijn controlerechten aanwendt om zijn eigen welvaart te maximaliseren, herverdeelt hij waarde van anderen. De kost van geconcentreerde eigendom is aanzienlijk wanneer minderheidsaandeelhouders hun eigen ondernemings specifieke investeringen maken, die verstoord worden door mogelijke uitbuiting door grote investeerders.

Shleifer en Vishny (1997) bespreken drie mogelijke kosten van aanwezigheid van grote aandeelhouders: (1) zuivere uitbuiting van minderheidsaandeelhouders, (2) inefficiënte uitbuiting door het nastreven van persoonlijke (niet-winstmaximaliserende) doelstellingen, en (3) incentive effecten van uitbuiting op andere stakeholders.

Grote investeerders kunnen zichzelf een voorkeursbehandeling toebedelen ten koste van andere investeerders. De mogelijkheid om dit te doen is zelfs groot wanneer hun controlerechten veel groter zijn dan hun cash flow rechten. Dit kan zich voordoen wanneer grote investeerders aandelen bezitten met superieure stemrechten of in het geval ze een onderneming controleren via een piramidestructuur (en het 'one share - one vote' principe niet van toepassing is). In dit geval hebben grote aandeelhouders niet alleen een sterke voorkeur, maar eveneens de mogelijkheid om cash flows niet pro-rata uit te betalen aan alle investeerders. Zij willen die cash flows enkel aan zichzelf uitbetalen waardoor de minderheidsaandeelhouders met lege handen achterblijven. Er zijn verschillende manieren waarop deze uitbetalingen kunnen gebeuren, zoals het gebruik van speciale dividenden of uitbuiting van bedrijfsrelaties met andere bedrijven die ze controleren.

Aandelen met superieure stemrechten die verkocht worden met een hoge premium kunnen wijzen op private controlevoordelen die behaald worden ten koste van minderheidsaandeelhouders. Morck et al. (1988) stelden vast dat de winstgevendheid van een onderneming stijgt bij eigendomsbezit van de aandeelhouders tussen 0 en 5 percent. De winstgevendheid daalt echter bij groter aandelenbezit. Een mogelijke interpretatie van deze vaststelling is dat prestaties aanvankelijk verbeteren bij grotere eigendom door de manager of grote aandeelhouder (Shleifer & Vishny, 1997). Maar wanneer dat eigendomsbezit te groot wordt, krijgen de eigenaars haast volledige controle en hebben ze genoeg macht om private controlevoordelen te behalen, die niet gedeeld worden met de minderheidsaandeelhouders. Deze visie vormt het uitgangspunt voor een hypothese in deze masterproef:

*H2: Transparantie is negatief gerelateerd aan eigendomsconcentratie bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.*

Het probleem van uitbuiting wordt nog significanter wanneer er eveneens investeerders van een ander type zijn, die andere cash flow rechten hebben dan de gewone aandeelhouders (Shleifer & Vishny, 1997). Als de grote investeerder een gewone aandeelhouder is, kan hij een incentive hebben om de onderneming te dwingen te veel risico te nemen, aangezien hij deelt in de positieve resultaten van de onderneming, terwijl andere investeerders (waaronder bijvoorbeeld kredietinstellingen) alle kosten moeten dragen bij falen. Maar wanneer de grote investeerder een kredietverstrekker is, kan de onderneming verplicht worden om goede investeringsprojecten aan zich te laten voorbijgaan omdat de kredietverstrekker een deel van de kosten zal moeten dragen terwijl de voordelen toekomen aan de aandeelhouders.

Als kleine investeerders worden uitgebuit door grote aandeelhouders, kan dit een daling van externe financiering veroorzaken. Zoals reeds uitgelegd in het tweede hoofdstuk van deze masterproef zijn er veel landen die geen bescherming bieden aan minderheidsaandeelhouders terwijl er toch grote investeerders zijn in de vorm van families of banken. Het agency conflict tussen managers en eigenaars wordt wel verminderd, maar potentiële minderheidsaandeelhouders blijven onbeschermd en tonen daarom minder bereidwilligheid om te investeren. Dit kan een reden zijn waarom landen in Continentaal-Europa relatief kleine publieke kapitaalmarkten hebben.

Een grote investeerder kan eveneens over een groot persoonlijk financieel vermogen beschikken waardoor hij verkiest om private controlevoordelen na te streven, in plaats van waarde of welvaart te maximaliseren (Shleifer & Vishny, 1997). Tenzij hij de volledige onderneming in zijn bezit heeft, zal hij ervoor kiezen om de kost van deze controlevoordelen voor andere investeerders niet te internaliseren.

Villalonga en Amit (2009) betrekken eveneens private controlevoordelen in hun onderzoek over familiecontrole van ondernemingen. Volgens hen kan familiecontrole leiden tot twee zaken: 'competitief voordeel' of 'private controlevoordelen'. Het belangrijkste verschil is de groep aandeelhouders waarvoor waarde gemaximaliseerd wordt. Onder de hypothese van competitief voordeel wordt waarde gemaximaliseerd voor zowel familiale als niet-familiale aandeelhouders. Onder de hypothese van private controlevoordelen wordt waarde enkel gemaximaliseerd voor de familie, waardoor niet-familiale investeerders worden uitgebuit.

La Porta et. al (1998) stellen eveneens dat controlerende aandeelhouders meer controle over een onderneming hebben dan hun cash flow rechten toelaten. De oorzaak ligt in het feit dat ondernemingen dikwijls gecontroleerd worden via piramidestructuren of omdat de hoofdaandeelhouder eveneens manager is van de onderneming. Grote ondernemingen hebben dan ook een probleem van scheiding van eigendom en controle, maar dit komt niet overeen met hetgeen Berle en Means (1932) beschreven. Bedrijven worden niet geleid door professionele managers zonder eigendomsbezit die geen verantwoording moeten afleggen aan de aandeelhouders. Bedrijven worden gerund door controlerende aandeelhouders. Deze controlerende aandeelhouders zijn ideaal geplaatst om het management te monitoren, maar tegelijkertijd hebben ze de macht en de interesse om minderheidsaandeelhouders uit te buiten. Eigendom van cash flow rechten door de controlerende aandeelhouder kan de incentive tot uitbuiting verminderen maar niet volledig elimineren. Als gevolg zijn kapitaalmarkten waardevoller in landen met een goede wettelijke bescherming van de minderheidsaandeelhouders.

## **4.5 Transparantie**

Agency problemen kunnen verholpen worden als er door de betrokken partijen een hoge mate van transparantie gehanteerd wordt over de activiteiten die ze uitvoeren. Transparantie vormt een belangrijk instrument voor minderheidsaandeelhouders om hun rechten te beschermen tegen controlerende aandeelhouders (Anderson et al., 2008). Transparantie beïnvloedt de kans dat externe investeerders ontdekken dat insiders zichzelf bevoordelen en geeft hen de mogelijkheid om zulke handelingen tegen te gaan. Bedrijven hebben verschillende structuren voor de openbaarmaking van informatie en tevens hebben ze diverse relaties met informatieve tussenpersonen, waardoor bedrijven verschillende niveaus van transparantie hebben. Transparantie is daarom een cruciale component van investeerdersbescherming door agency conflicten tussen grote aandeelhouders en minderheidsinvesteerders te verkleinen. Stichters of opvolgers hebben immers incentives om informatie over bedrijfsactiviteiten achter te houden.

Lang, Lins en Miller (2004) hebben de relatie onderzocht tussen eigendomsstructuren, 'analyst following', bescherming van investeerders, en waardering. Analisten spelen een belangrijke rol als informatieve tussenpersonen tussen een onderneming en de markt. Analisten moeten bepalen welke bedrijven ze zullen volgen. Daarnaast voorzien ze de markt van winstvoorspellingen, 'price targets' (d.i. het verwachte prijsniveau van een aandeel), en buy-sell aanbevelingen. Maar analisten verzamelen eveneens informatie van zowel interne als externe bronnen van een onderneming om hun investeringspotentieel

te bepalen. Zij voorzien de markt dus van een bepaalde controle van de acties van een onderneming.

Het is minder waarschijnlijk dat analisten ondernemingen met slechte interne governance zullen volgen, zoals wanneer een familie- of managementgroep de grootste aandeelhouder is. Zij zullen informatie weerhouden of manipuleren om hun private controlevoordelen te verbergen voor andere aandeelhouders. Op die manier kunnen ze hun eigen welvaart verbeteren. Dit effect is overigens meer uitgesproken wanneer de bescherming van externe aandeelhouders zwak is. Uit datzelfde onderzoek blijkt voorts dat de interactie tussen 'analyst following' en concentratie van controle positief gerelateerd is aan de ondernemingswaarde in landen met slechte bescherming van externe investeerders. Dit betekent dat analisten bijzonder belangrijk zijn voor ondernemingen met geconcentreerd aandeelhouderschap in landen met slechte bescherming.

Leuz, Nandi en Wysocki (2003) gingen het verband na tussen bescherming van externe investeerders en earnings management. Wettelijke bescherming heeft immers een invloed op de kwaliteit van ondernemingswinsten. Sterke en goed beschermde rechten van externe investeerders beperken de mogelijkheid op private controlevoordelen voor insiders. Het verkleint de incentives voor insiders om winsten te managen en zo informatie achter te houden voor outsiders.

De incentives voor earnings management ontstaan door een belangenconflict tussen insiders en outsiders. Insiders gebruiken hun controle over de bronnen van een onderneming om zichzelf te bevoordelen. Als deze private controlevoordelen ontdekt worden, zullen outsiders waarschijnlijk disciplinaire acties ondernemen tegen de insiders. Insiders kunnen hun kennis gebruiken om winsten te overschatten of verliezen te verbergen in de financiële rapportering. Als dit bekend zou raken, zouden outsiders tussenkomen en insiders kunnen aanpakken voor de slechte cijfers. Sterke wettelijke bescherming zou het kostelijker maken voor insiders om ondernemingsbronnen verkeerdelijk aan te wenden.

Faccio, Lang en Young (2001) gebruiken informatie over dividenden om uitbuiting door controlerende aandeelhouders te onderzoeken. Controlerende aandeelhouders kunnen beslissen om te investeren in projecten met lage of zelfs negatieve returns omdat dit opportuniteiten creëert voor uitbuiting van minderheidsaandeelhouders. In het bijzonder zijn dividenden interessant omdat op die manier middelen/bronnen uit de onderneming worden gehaald en dus niet langer gecontroleerd kunnen worden door insiders. Investeerders lijken in het algemeen alert te zijn voor meer blootstelling aan uitbuiting binnen ondernemingen met geconcentreerd aandeelhouderschap. Om deze ongerustheid



weg te nemen, gaan ondernemingen hogere dividenden betalen. Kapitaalmarkten hebben dus de kracht om uitbuiting te bestraffen binnen ondernemingen met geconcentreerde eigendom.

Uit datzelfde onderzoek blijkt echter wel dat investeerders minder alert zijn bij een tussenvorm van concentratie (aandelenbezit groter dan 10% maar kleiner dan 20%). Zulke ondernemingen betalen geen hogere dividenden. Dit maakt het moeilijk voor minderheidsaandeelhouders en analisten om oneerlijke handelingen (zoals intra-groep transacties) te identificeren. Om deze problemen aan te pakken is er een hogere mate van transparantie nodig. Daarnaast is er in zulke gevallen ook nood aan sterkere wettelijke bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders, zoals het verlagen van het minimumpercentage van vereist aandelenbezit om beslissingen te blokkeren of een buitengewone aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen.

Bedrijfs grootte kan eveneens een rol spelen in de gehanteerde transparantie door bedrijven. Archambault en Archambault (2003) documenteren een verband tussen bedrijfs grootte, gemeten door de totale activa, en de grootte van de openbaarmakingen van ondernemingen. De reden van deze relatie is niet eenduidig te omschrijven. Eén mogelijke reden is de publieke vraag naar informatie. De verklaring kan eveneens gezocht worden in het feit dat grotere bedrijven transparanter zijn om politieke druk te verminderen of meer middelen hebben om informatie openbaar te maken. Grote bedrijven trekken ook middelen aan van meerdere investeringsbronnen en trekken meer aandacht aan van analisten. Vanuit deze visie kan de volgende hypothese gesteld worden:

*H3: Transparantie is positief gerelateerd aan de bedrijfs grootte bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.*

Agency kosten zijn hoger voor bedrijven met proportioneel meer schulden in hun kapitaalstructuur (Jensen & Meckling, 1976). Potentiële transfers van waarde van schuldhouders naar aandeelhouders en managers nemen immers toe bij hogere financiële leverage of schuldgraad. Vrijwillige openbaarmakingen kunnen daarom verwacht worden toe te nemen bij een stijging van de schuldgraad. Op die manier heeft een onderneming meer kans om vreemd vermogen aan te trekken. Bedrijven met een hogere financiële leverage zouden dus transparanter moeten zijn omdat kredietverstrekkers meer informatie eisen. Meek, Roberts en Gray (1995) stelden echter

een negatieve relatie vast tussen leverage en openbaarmakingen in Engelse en Amerikaanse bedrijven. Toegepast in deze masterproef, leidt deze alinea tot de volgende hypothese:

*H4: Transparantie is positief gerelateerd aan de schuldgraad bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.*

Anderson, Duru en Reeb (2008) onderzochten de relatie tussen eigendom door stichters en/of opvolgers en de transparantie van de 2000 grootste Amerikaanse bedrijven, alsook de invloed van eigendom van stichters en/of opvolgers op de waarde en de prestaties van de bedrijven. Zij zagen een positieve relatie tussen stichter- en opvolgereigendom en lage transparantie. Verder stelden zij vast dat, bij een dalende transparantie, stichter- of opvolgereigendom leidt tot een steeds negatievere relatie tegenover de bedrijfsprestaties. Dit ondersteunt hun opvatting dat controlerende aandeelhouders in ontransparante omgevingen bedrijfsmiddelen ontvreemden om voordeel te behalen, waarbij dit de bedrijfsprestaties negatief beïnvloedt. Zij besluiten eveneens dat transparantie geldt als bijkomende disciplinemaatregel om het agency conflict tussen controlerende aandeelhouders en minderheidsinvesteerders te verminderen. In minder transparante omgevingen hebben stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen dus incentives om middelen te ontvreemden in hun eigen voordeel, wat leidt tot slechte bedrijfsprestaties. In deze masterproef zullen daarom volgende hypothesen onderzocht worden:

*H5: Stichter- of opvolgereigendom heeft een negatieve invloed op de transparantie van ondernemingen.*

*H6: Bij lagere transparantie leidt stichter- of opvolgereigendom tot slechtere bedrijfsprestaties.*

## **4.6 Bereidheid tot risico**

Shleifer en Vishny (1997) zoeken een antwoord op de vraag waarom investeerders hun geld in ondernemingen steken, en zo aan managers geven, als gebleken is dat managers

heel wat informatie achterhouden over wat ze doen met het geld (tot uitbuiting toe). In tegenstelling tot opgeleide werknemers en managers hebben investeerders immers geen specifieke vaardigheden om de onderneming te helpen nadat ze hun geld geïnvesteerd hebben. Hun investering kan gezien worden als een 'sunk cost' en niemand heeft hen nog echt nodig bij de bedrijfsvoering.

De eerste verklaring die wordt aangereikt is dat ondernemingen en managers hun reputatie willen opbouwen. Managers betalen investeerders terug omdat ze in de toekomst nog nood kunnen hebben aan financiële middelen op de kapitaalmarkt. Door investeerders terug te betalen vestigen managers een reputatie van een betrouwbaar risico te zijn om zo toekomstige investeerders te overtuigen om hen middelen te geven. Met dit beeld moet echter opgepast worden. Als de toekomstige voordelen voor managers om extern kapitaal aan te trekken lager zijn dan de kosten om de investeerders terug te betalen, zullen managers ervoor kiezen om gewoonweg niet terug te betalen. Uiteraard zullen investeerders geen financiering bieden als ze verwachten dat managers zulke handelingen zullen treffen in de toekomst.

Een tweede verklaring zegt dat investeerders hun geld aan bedrijven geven zonder controlerechten in ruil te ontvangen, omdat investeerders te optimistisch zijn. Investeerders zijn opgetogen over bepaalde ondernemingen en financieren deze ondernemingen zonder na te denken over hoe ze hun geld zullen terugkrijgen. Zij rekenen enkel op een appreciatie van hun aandelen op korte termijn.

#### 4.6.1 Socioemotional wealth

In de literatuur is de laatste jaren steeds meer onderzoek gevoerd rond het thema socioemotional wealth in familiebedrijven, waar het eigendom veelal geconcentreerd is. Gómez-Mejía et al. (2007) deden onderzoek naar de heersende gedachte dat familiebedrijven meer risicoavers zijn dan publieke ondernemingen. Het verlies aan 'socioemotional wealth' is het referentiepunt in hun onderzoek.

Familiebedrijven kunnen economische groei vertragen omdat ze afkerig staan om potentiële hoge winsten op investeringen te behalen omwille van hun niet-gediversifieerd karakter (Gómez-Mejía et al., 2007). Hierbij wordt echter geen rekening gehouden met het feit dat eigenaars van familiebedrijven niet enkel financiële returns willen behalen maar ook bezorgd zijn over hun socioemotional wealth. Socioemotional wealth verwijst naar niet-financiële aspecten van een onderneming die de noden van een familie bevredigen, zoals identiteit, de mogelijkheid om familie-invloed uit te oefenen, en de

instandhouding van de familiedynastie. Familiebedrijven focussen op het behouden van familiecontrole, zelfs als dit betekent dat ze meer risico lopen op slechte bedrijfsprestaties. Ze willen er tevens voor zorgen dat de onderneming toch niet failliet gaat door conservatief te handelen en bedrijfsbeslissingen te vermijden die de veranderlijkheid van prestaties doet toenemen. Socioemotional wealth verliezen betekent dat familiebedrijven vertrouwelijkheid verliezen, minder status hebben, en falen om aan de verwachtingen van de familie te voldoen.

De mogelijkheid dat familiebedrijven zowel risico willen nemen als risicoavers zijn is afhankelijk van het onderscheid tussen twee types van risico: 'performance hazard risk' en 'venturing risk' (Gómez-Mejía et al., 2007). Performance hazard risk houdt de kans in op negatieve gevolgen door een bepaalde beslissing. In het slechtste scenario kan dit leiden tot organisationele falen of een bedreiging om te overleven. In een minder pessimistisch geval wordt gesproken van de kans dat de prestaties onder de doelstellingen blijven. Familiebedrijven kunnen bereid zijn om een groter performance hazard risk te lopen als dit betekent dat ze hun socioemotional wealth kunnen behouden.

Venturing risk heeft te maken met het presteren onder de verwachtingen wanneer de onderneming zich in een status quo bevindt. De onderneming gaat in dat geval op zoek naar alternatieve methodes en opportuniteiten (zoals nieuwe producten of technologieën). Dit kan de onderneming ten goede komen maar verhoogt eveneens de kans op onverwachte resultaten en een grotere variabiliteit in de prestaties. Familiebedrijven kunnen minder bereidwillig zijn om bedrijfsbeslissingen te nemen die de variabiliteit vergroot, zelfs in periodes van slechte prestaties. Familiebedrijven willen dus liefst zo weinig mogelijk venturing risk oplopen.

Gómez-Mejía et al. (2011) hebben een analyse gemaakt van de manier waarop familiebedrijven verschillen van andere bedrijven. In hun analyse onderscheiden ze vier factoren die het behoud van socioemotional wealth beïnvloeden bij het maken van managementbeslissingen in familiebedrijven. De eerste factor is het stadium waarin de familie zich bevindt. Onder andere de invloed, de emotionele verbondenheid en de kracht van sociale banden veranderen wanneer de onderneming overgaat van de ene generatie naar de andere. De nadruk op het behoud van socioemotional wealth vermindert naarmate de organisatie doorheen generaties beweegt. De tweede factor is de ondernemingsgrootte. Dit kan de cultuur van een onderneming veranderen, wat leidt tot een grotere afstand tussen de identiteit van de organisatie en de familie. Als de onderneming dus groter wordt, gaat het behoud van socioemotional wealth een steeds kleinere rol spelen bij managementbeslissingen. De derde factor is het bedrijfsgevaar of het bedrijfsrisico. Familiehoofden zijn meer bereid om het behoud van socioemotional

wealth te laten varen wanneer er duidelijk bewijs is van financiële achteruitgang van het bedrijf. De vierde factor is de aanwezigheid van non-familiale aandeelhouders. Als entiteiten, die niet tot de familie behoren, eigendom verkrijgen in publieke ondernemingen, moeten families een compromis zoeken tussen hun wens om socioemotional wealth te behouden en de wensen van andere investeerders.

## **4.7 Conclusie**

In dit hoofdstuk werd onderzocht in welke mate de agency theorie een verklaring kan bieden voor de problemen tussen hoofd- en minderheidsaandeelhouders en de scheiding van het eigendom en de controle van een onderneming.

Doordat stichters, als hoofdaandeelhouders, controle bezitten over de onderneming (ondanks dat hun cash flow rechten kleiner zijn dan hun controlerechten), kunnen zij financiële middelen van de onderneming ontvreemden in hun voordeel. Hierdoor worden de minderheidsaandeelhouders benadeeld aangezien zij niet op dezelfde cash flows kunnen rekenen als de hoofdaandeelhouders.

Verder werd toegelicht dat een transparante informatieverschaffing de agency conflicten tussen hoofd- en minderheidsaandeelhouders kan verminderen. Hierbij werd onder andere besproken waarom bedrijven verschillende niveaus van transparantie hanteren en wat dit voor gevolgen heeft voor het behalen van private controlevoordelen.

Tot slot werd de bereidheid tot het nemen van risico besproken. Hierbij werd getracht te verklaren waarom in veel ondernemingen het aandeelhouderschap geconcentreerd blijft. Het begrip socioemotional wealth werd behandeld in verband met familiebedrijven. Zij wensen immers minder risico's te nemen zodat ze hun socioemotional wealth kunnen behouden.

# Hoofdstuk 5

## HYPOTHESEFORMULERING

In de voorbije hoofdstukken werd een theoretisch kader gevormd dat geldt als uitvalsbasis voor het verdere verloop van deze masterproef. Ondertussen is reeds duidelijk dat onderzocht zal worden in welke mate transparantie gehanteerd wordt door stichters of opvolgers om private controlevoordelen te behalen. Daartoe zullen een aantal hypothesen opgesteld worden, die later aan de hand van onderzoeksdata getest zullen worden.

**Tabel 1: Overzicht van de hypothesen**

H1a	<i>Een CEO, die tevens stichter of opvolger is, zal een positieve invloed hebben op de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.</i>	p. 31
H1b	<i>Een CEO, die tevens stichter of opvolger is, zal een negatieve invloed hebben op de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.</i>	p. 31
H2	<i>Transparantie is negatief gerelateerd aan eigendomsconcentratie bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.</i>	p. 39
H3	<i>Transparantie is positief gerelateerd aan de bedrijfsgrootte bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.</i>	p. 42
H4	<i>Transparantie is positief gerelateerd aan de schuldgraad bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.</i>	p. 43
H5	<i>Stichter- of opvolgereigendom heeft een negatieve invloed op de transparantie van ondernemingen.</i>	p. 43
H6	<i>Bij lagere transparantie leidt stichter- of opvolgereigendom tot slechtere bedrijfsprestaties.</i>	p. 43



# Hoofdstuk 6

## ONDERZOEKSOPZET

Nadat in het voorgaande hoofdstuk de hypothesen gevormd zijn, zal in dit hoofdstuk een toelichting gegeven worden betreffende de opzet van het empirisch onderzoek. Allereerst volgt een omschrijving over hoe de steekproef gekozen wordt zodat ze een representatieve vertegenwoordiging van de totale populatie vormt. Daarna wordt verduidelijkt welke variabelen gebruikt zullen worden om het onderzoek uit te voeren. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de onafhankelijke, de afhankelijke en de controlevariabelen. Tot slot zal verklaard worden met welke statistische technieken de gekozen hypothesen getest zullen worden.

### **6.1 Steekproef**

In deze masterproef vormen de beursgenoteerde bedrijven de populatie. De reden hiervoor zal in het verdere verloop meer verduidelijkt worden. De verhandeling van aandelen is een belangrijke bron van informatie aangaande de transparantie van ondernemingen. Dit geeft de mogelijkheid om met behulp van deze informatie een werkbare situatie te creëren waarin de hypothesen getest kunnen worden. Binnen de populatie dringt zich echter een vereenvoudiging op zodat statistische testen uitgevoerd kunnen worden. Daartoe wordt een representatieve steekproef getrokken: de Belgische ondernemingen die genoteerd zijn op NYSE Euronext Brussels. Deze notering kan zowel op de continu- als op de fixingmarkt zijn. Op de continumarkt is er een continue prijsvorming, waarbij iedere dag een groot volume aan aandelen verhandeld wordt en er op frequente basis een nieuwe evenwichtsprijs tussen vraag en aanbod wordt berekend. Op de fixingmarkt gebeurt de dagelijkse verhandeling van aandelen minder, waardoor er



slechts tweemaal per dag een evenwichtsprijs gevormd wordt. Verder werd er nog een selectie gemaakt door enkel die bedrijven te aanvaarden die 'common stock' verhandelen. Dit zijn de aandelen die het eigendom van de onderneming representeren en die recht geven op controle- en/of stemrechten.

Aangezien het aantal Belgische beursgenoteerde ondernemingen vrij beperkt is, en hierbinnen nog een onderscheid zal gemaakt moeten worden voor stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen, werd beslist om te werken met gegevens over een periode van meerdere jaren, nl. 2007-2011. Dit zal ertoe bijdragen dat een representatief oordeel gevormd kan worden in een latere fase van de masterproef.

Bedrijven zonder website, banken en nutsbedrijven moesten noodgedwongen uit de steekproef worden weggelaten. Voor bedrijven zonder website kan onvoldoende informatie opgezocht worden. Banken en nutsbedrijven kunnen onderhevig zijn aan invloed door de overheid d.m.v. regulaties. Dit kan voor een vertekening zorgen van de data. Al die factoren in acht genomen werd een steekproef van 86 beursgenoteerde ondernemingen bekomen. Over de gekozen periode van 5 jaar leidt dit tot 430 unieke waarnemingen.

Daar er op zoek gegaan moet worden naar welke van deze beursgenoteerde ondernemingen gecontroleerd worden door de stichter of opvolger, is het noodzakelijk om de aandeelhoudersstructuur van de ondernemingen te bekijken. In de steekproef zal immers een opsplitsing gemaakt worden tussen stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen en ondernemingen waarvan de controle in handen is van andere personen. Om dit onderscheid te kunnen maken, moeten we te weten komen in welk geval er sprake is van stichter- of opvolgercontrole. In de literatuur wordt op de vlakke gebleven over het aandeelhouderschap van stichters of opvolgers. Zoals in hoofdstuk 2 van deze masterproef reeds werd vermeld, categoriseren Anderson et al. (2008) stichtergecontroleerde ondernemingen als deze waarin de stichter aanwezig blijft in de onderneming als aandeelhouder, topmanager, bestuurslid of voorzitter van de raad van bestuur. Opvolgergecontroleerde ondernemingen worden aan diezelfde criteria onderworpen, maar de auteurs geven geen specifiek percentage van eigendomsconcentratie aan.

Aangezien in deze masterproef specifiek gezocht moet worden naar de situatie waarin de stichter of opvolger eveneens aandeelhouder is van de onderneming, voldoet de definitie van Anderson et al. (2008) niet. Omdat er toch een bepaald referentiepunt nodig is, werd de literatuur i.v.m. familiebedrijven geraadpleegd. Maury (2006) doet onderzoek naar de invloed van familiale controle op bedrijfsprestaties en gaat hierbij uit van een bezit van 10% van de stemgerechtigde aandelen. Villalonga en Amit (2006) hanteren een andere

grens om te kunnen spreken van familiebedrijven. Zo stellen zij dat de familie minimaal controle moet hebben over 20% van de stemmen en aldus de grootste aandeelhouder of stemgerechtigde is.

Deze definities geven toch al een richting aan en zullen dan ook de basis vormen voor de eigen definitie aangaande stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen binnen het praktijkonderzoek. Rekening houdend met de context van beursgenoteerde ondernemingen wordt de gulden middenweg gekozen tussen de voorheen vermelde definities:

**Een onderneming is stichter- of opvolgergecontroleerd wanneer minstens 15 percent van de aandelen in handen is van die stichter(s), een opvolger, of een groep van opvolgers.**

Dit leidt ertoe dat er, van de 86 beursgenoteerde ondernemingen, 13 gecontroleerd worden door de stichter(s) en 27 door één of meerdere opvolgers. Bovendien zijn er 5 bedrijven die gecontroleerd worden door zowel de stichter(s) als de opvolger(s). Deze informatie kon vergaard worden via de websites van de betreffende ondernemingen. In het kader van de wet van 2 mei 2007 en het KB van 14 februari 2008 zijn op de beurs genoteerde ondernemingen immers verplicht om belangrijke deelnemingen openbaar te maken. Concreet moet elke aandeelhouder die meer dan 5 percent van de aandelen in zijn bezit heeft hiervan melding maken.

Naast de informatie over de aandeelhoudersstructuur van de ondernemingen uit de steekproef waren er eveneens gegevens nodig aangaande het trading volume van de aandelen, de bid-ask spread en de analyst following. Deze elementen vormen onderdeel van de transparantie-index die zal opgesteld worden. Gegevens betreffende de financiële prestaties moesten eveneens opgezocht worden, samen met de variabelen die vereist zijn om in een latere fase de geformuleerde hypothesen te testen. De specifieke toelichting volgt in het volgende onderdeel van deze masterproef.

## **6.2 Variabelen**

In deze paragraaf zal een verheldering gegeven worden bij de relevante variabelen voor het praktijkonderzoek. Hierbij worden 3 categorieën van variabelen van elkaar onderscheiden: de onafhankelijke variabelen, de afhankelijke variabelen en de controlevariabelen. De afhankelijke variabelen zijn deze waarnaar het onderzoek uitgeoefend wordt en waarover we dus uitspraak willen doen. Er zal onderzocht worden

wat de invloed is van verscheidene onafhankelijke variabelen op de afhankelijke variabelen. Over de afhankelijke variabelen wordt een voorspelling gedaan en via het onderzoek wordt getracht aan te tonen of deze voorspelling al dan niet klopt.

Voorts worden er nog een aantal controlevariabelen mee opgenomen in het onderzoek. Deze variabelen spelen een essentiële rol aangezien zij een invloed kunnen uitoefenen op de afhankelijke variabelen. Het niet opnemen van deze variabelen zou kunnen leiden tot een vertekend beeld.

### 6.2.1 Afhankelijke variabelen

Afgaande op de voorheen geformuleerde hypothesen kunnen we twee verschillende afhankelijke variabelen onderscheiden. In de eerste plaats onderzoeken we een aantal factoren die de transparantie van de geselecteerde ondernemingen kunnen beïnvloeden. In de laatste hypothese zal dan getest worden of die transparantie een invloed heeft op de financiële prestaties van de ondernemingen. Globaal gezien zijn de afhankelijke variabelen dus enerzijds transparantie en anderzijds financiële prestaties.

Uitgaande van een aantal andere onderzoeken wordt een transparantie-index (TRANSPARANTIE) opgesteld die tracht te meten in welke mate een onderneming transparant is naar de markt toe (Anderson et al., 2008; Chen, Dasgupta & Yu, 2012). Deze transparantie-index zal een relatieve rangschikking zijn van de transparantie van iedere onderneming uit de steekproef. Om de index op te stellen worden drie verschillende proxies gebruikt: het trading volume van de aandelen, de bid-ask spread van de aandelen en de analyst following van iedere onderneming. Elk van deze proxies wordt apart bekeken, waarna ze een score gaande van 1 tot 10 krijgen. Zo zullen de meest transparante ondernemingen een score van 10 ontvangen voor een bepaalde proxy, terwijl de minst transparante een score van 1 toegekend krijgen. Vervolgens worden de scores voor iedere proxy opgeteld en nadien gedeeld door 30 (de maximale score), zodat uiteindelijk een index ontstaat die gaat van 0,1 tot 1 punt. Lage waarden wijzen op een lage transparantie, hoge waarden betekenen hoge transparantie. Doordat er gebruik gemaakt wordt van meerdere proxies is de index een relatief robuuste meting van het transparantieniveau van ondernemingen.

De eerste proxy die deel uitmaakt van de index is het trading volume van de aandelen van een onderneming. Deze proxy geeft een aanduiding van de informatieonzekerheid en de informatieasymmetrie van ondernemingen (Anderson et al., 2008). Het trading volume is het natuurlijk logaritme van het gemiddelde dagelijkse volume dat gedurende

het jaar werd verhandeld op de beurs. Het natuurlijk logaritme van het volume werd genomen omdat deze proxy varieert tussen de waarden 0 en 5358100 en op die manier een minder scheve verdeling wordt bekomen. Deze informatie kon vergaard worden via gespecialiseerde websites (waaronder Yahoo! Finance en Bloomberg). Hierbij kon het gemiddelde dagelijkse volume van aandelen bekomen worden, nauwkeurig tot op de honderdtallen.

De tweede proxy in de index is de bid-ask spread van de aandelen. Anderson et al. (2008) wijzen op het gebruik van deze proxy als maatstaf voor informatieasymmetrie. De bid-ask spread wordt berekend door het verschil tussen de ask prijs en de bid prijs te delen door het gemiddelde van de bid en de ask prijs. Voor deze proxy baseren we ons op de aanpak van Anderson et al. (2008). De bid-ask spread van iedere derde woensdag van de maand wordt berekend, waarna een gemiddelde spread per jaar bepaald wordt, gebaseerd op de 12 observaties. De derde woensdag wordt specifiek gekozen om te voorkomen dat de data beïnvloed wordt door vakantieperiodes en bepaalde effecten die gerelateerd zijn aan welke dag van de week het is. Deze data kon verzameld worden via de database Datastream van Thomson Reuters, toegankelijk via University Maastricht.

De laatste proxy die als input voor de index gebruikt wordt, is de analyst following voor elk bedrijf. Het is voor de hand liggend dat een hoger aantal analistenrapporten voor een bepaalde onderneming een duidelijkere blik op de transparantie geven. De databank Wharton Research Data Services (WRDS) en meer specifiek I/B/E/S van Thomson Reuters bevatten deze informatie. Deze database werd ter beschikking gesteld door de KU Leuven. Hierbij werden de analistenrapporten per jaar en per onderneming opgeteld, waarbij we kiezen voor de rapporten die de EPS (Earnings Per Share) inschatten. De keuze voor EPS is te vinden in het feit dat dit de meest geschatte financiële variabele is en de meeste analisten die een onderneming volgen zullen een inschatting maken van de EPS. Net zoals het trading volume wordt van deze proxy het natuurlijk logaritme genomen.

De tweede afhankelijke variabele die gebruikt zal worden in het onderzoek, zijn de financiële prestaties van de ondernemingen. Financiële prestaties is uiteraard een ruim begrip en daarom zullen we ons hier eveneens baseren op enkele vergelijkbare onderzoeken (Thomsen & Pedersen, 2000; Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006; Anderson et al., 2008). In deze onderzoeken komen 2 belangrijke maatstaven voor financiële prestaties naar boven, nl. Tobin's Q en ROA (return on assets). Villalonga & Amit (2006) beschouwen Tobin's Q als een weergave van de algemene bedrijfswaardering. La Porta et. al (2002) hanteren de volgende formule om Tobin's Q te berekenen: (boekwaarde totale activa - boekwaarde vermogen aandeelhouders +

marktwaarde vermogen aandeelhouders) gedeeld door de boekwaarde van de totale activa (TOBINSQ).

Een alternatieve variabele die een indicatie geeft van financiële prestaties is de ROA. Deze ratio kan echter op verschillende wijzen berekend worden. In de eerste plaats zal de nettowinst gedeeld worden door de totale activa (ROA\_1). Daarnaast kan de nettowinst ook vervangen worden door de EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Een alternatieve formule is dus EBITDA gedeeld door de totale activa (ROA\_2). De nodige gegevens ter berekening van deze ratio's kon gevonden worden in de Bel-first database van Bureau van Dijk en in de afzonderlijke jaarverslagen van de ondernemingen die gepubliceerd zijn op hun website.

### 6.2.2 Onafhankelijke variabelen

De eerste onafhankelijke variabele zal bepalen wat de eigendomsconcentratie van de grootste aandeelhouder is (EIGENDOM\_1). Dit is het percentage aandelen dat in handen is van de hoofdaandeelhouder. Hierdoor kan gemeten worden in welke mate de verdeling van het eigendom een effect heeft op de transparantie van een onderneming. Als blijkt dat een onderneming gecontroleerd wordt door zowel de stichter(s) als één of meerdere opvolgers, zal hun aandelenpercentage opgeteld worden. In dat geval controleren zij immers gezamenlijk een groot gedeelte van het eigendom. Hiervoor wordt een tweede variabele toegevoegd, EIGENDOM\_2, die aangeeft welk percentage van de aandelen in het bezit is van de stichter of de opvolger.

De volgende onafhankelijke variabelen geven aan of een hoofdaandeelhouder stichter of opvolger is van de onderneming. In die situatie kan er gesproken worden van stichter- of opvolgercontrole. Hiervoor verwijzen we naar de voorheen opgestelde definitie, die stelt dat er sprake is van stichter- of opvolgercontrole bij een aandelenbezit groter dan 15%. We gebruiken daartoe twee dummy variabelen: STICHTER en OPVOLGER. Deze zullen de waarde 1 aannemen in het geval dat de stichter of opvolger meer dan 15% van de aandelen in handen heeft, en de waarde 0 indien dit niet zo is.

Een derde onafhankelijke variabele is de bedrijfsgrootte (BEDRIJFSGROOTTE). Hierbij zal het natuurlijk logaritme genomen worden van de totale activa. Uit de geformuleerde hypothesen kunnen we eveneens afleiden dat de schuldgraad (SCHULDGRAAD) als onafhankelijke variabele bepaald moet worden. Deze variabele wordt berekend door het vreemd vermogen op lange termijn te delen door het balanstotaal. Deze ratio geeft aan

in welke mate de activa gefinancierd worden met schulden en is een indicator voor de solvabiliteit van een onderneming.

De laatste onafhankelijke variabele die in dit onderzoek wordt toegevoegd gaat na of de stichter of opvolger tevens de CEO is van de onderneming. Daarvoor wordt de dummy variabele CEO toegevoegd. Deze variabele krijgt de waarde 1 in het geval dat de stichter of opvolger CEO is van de onderneming, en de waarde 0 in alle andere situaties.

De gegevens, nodig voor het vinden van deze variabelen over een periode van 5 jaar, zijn beschikbaar via de Bel-first database en de jaarverslagen van de ondernemingen.

### 6.2.3 Controlevariabelen

De gehanteerde controlevariabelen zijn vooral gebaseerd op de onderzoeken waar we in het vorige onderdeelje naar gerefereerd hebben (Thomsen & Pedersen, 2000; Anderson et al., 2008). Controlevariabelen worden toegevoegd om bedrijfs- en sectorgerelateerde kenmerken op te vangen bij de regressiemodellen die in het volgende hoofdstuk zullen opgesteld worden. In deze masterproef onderscheiden we twee bedrijfsgerelateerde controlevariabelen. Enerzijds voegen we de variabele GROEI toe, die bepaald wordt door de procentuele toe- of afname van de inkomsten in vergelijking met het vorige jaar. Daarnaast wordt de variabele LEEFTIJD mee opgenomen door het natuurlijk logaritme te nemen van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. Deze gegevens konden teruggevonden worden via de Bel-first database en de jaarverslagen van de ondernemingen.

## **6.3 Methode van verwerking**

De relevante data ter invulling van de geformuleerde variabelen zullen geanalyseerd worden met behulp van het statistische computerprogramma STATA 12. Dit programma laat ons toe om het onderzoek stap voor stap uit te voeren, om uiteindelijk een antwoord op onze gestelde hypothesen te kunnen vormen.

Allereerst zal een univariate analyse van de variabelen uitgevoerd worden, waarbij gebruik gemaakt wordt van beschrijvende statistieken over de verzamelde data. Er zal een onderscheid gemaakt worden tussen stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen en ondernemingen die niet door de stichter of opvolger gecontroleerd worden. Daarna zullen de gemiddelde waarden van de variabelen per categorie van

ondernemingen worden berekend. Tot slot gaan we na of er verbanden bestaan tussen de variabelen door een analyse van de correlaties uit te voeren.

Het tweede luik van de verwerking van de data zal bestaan uit een multivariate analyse. Hierbij worden twee regressievergelijkingen opgesteld, die ons zullen helpen om na te gaan wat de invloed is van een aantal onafhankelijke variabelen op de transparantie van ondernemingen.

Aangezien er met panel data gewerkt wordt, is er nog een specifieke toelichting nodig. De dataset is sterk gebalanceerd: dit houdt in dat er voor iedere panel variabele (een unieke ID voor elke onderneming) waarnemingen zijn over een periode van 5 jaar. STATA zal automatisch gebruik maken van GLS (Generalized Least Squares) als schattingsmethode voor regressieanalyses. De oorzaak is dat de data per onderneming over meerdere jaren wordt verzameld. In zulke regressies zijn veel 'omitted factors' (niet opgenomen factoren) gecorreleerd van de ene periode naar de volgende. Dit kan resulteren in errortermen (die de weggelaten factoren representeren) die gecorreleerd zijn van het ene jaar van observatie naar het volgende jaar. Dit betekent dat de errorterm in het ene jaar, over het algemeen, niet onafhankelijk verdeeld is van de errorterm in het volgende jaar. Daarnaast worden fixed effects regressies uitgevoerd. Dit is een methode om te controleren voor 'omitted variables' die variëren tussen de ondernemingen. Iedere onderneming heeft immers eigen specifieke karakteristieken die de schatting van variabelen kunnen beïnvloeden en waarvoor we dus moeten controleren.

De invloed van transparantie op de bedrijfsprestaties wordt eveneens onderzocht. Het onderzoek zal afgerond worden met een aantal robuustheidstesten. Dit houdt in dat de maatstaf van een bepaalde variabele wordt veranderd of een andere definitie van stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen wordt gehanteerd. Op die manier wordt de betrouwbaarheid en consistentie van de gevonden resultaten geverifieerd.

Tijdens de uitvoering van regressies zal ook steeds de VIF (Variance Inflation Factor) factor berekend worden. Dit geeft uiting van mogelijke multicorrelaties en kan een negatief effect hebben op de schatting van de coëfficiënten uit de regressieanalyses. Als de waarde van deze factor voor een bepaalde variabele hoger is dan 10, zou deze variabele niet mogen opgenomen worden in het model.

# Hoofdstuk 7

## EMPIRISCH ONDERZOEK

### **7.1 Univariate analyse**

In dit onderdeel zal een beknopt overzicht volgen aangaande de beschrijvende statistiek van de voorheen geformuleerde variabelen. Eerst en vooral zullen een aantal algemene conclusies getrokken worden over de data, waarna de gemiddelde waarden voor de variabelen berekend en besproken worden. De paragraaf zal afgesloten worden met een analyse van de mogelijke correlaties tussen de verschillende variabelen. Deze paragraaf zal de basis vormen om in het volgende onderdeel de verbanden na te gaan tussen de onafhankelijke variabelen en transparantie enerzijds, en tussen transparantie en de bedrijfsprestaties anderzijds.

#### 7.1.1 Algemene conclusies

Zoals reeds vermeld bestaat de steekproef uit 86 Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Tabel 2 geeft aan dat 9 van deze ondernemingen (10,5 %) omschreven worden als stichtergecontroleerd (in eigendom van de stichter) en 22 ondernemingen (25,6 %) gecontroleerd worden door de opvolger(s). Daarnaast zijn er ook nog eens 5 ondernemingen die gecontroleerd worden door de stichter(s) en de opvolger(s). De overige 50 ondernemingen (58,1 %) worden niet door de stichter noch door de opvolger gecontroleerd en daarom spreken we in dat geval over verspreide eigendom.



**Tabel 2: Verdeling steekproef volgens definitie stichter- en opvolgercontrole**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Opvolgereigendom	22	25,6	25,6	25,6
Stichter- en opvolgereigendom	5	5,8	5,8	31,4
Stichtereigendom	9	10,5	10,5	41,9
Verspreide eigendom	50	58,1	58,1	100,0
Total	86	100,0	100,0	

Als we de variabelen aanschouwen die gekozen werden voor deze masterproef, kunnen we eveneens een indeling maken over de CEO van de ondernemingen. Daarbij wordt in de eerste plaats een opsplitsing gemaakt van de soort onderneming: die waarvan de controle in handen is van de stichter (stichtereigendom), in handen is van de opvolger (opvolgereigendom), gecontroleerd wordt door beiden, of die waarvan het eigendom verspreid is. Daarna wordt een onderverdeling gemaakt al naargelang de CEO van de onderneming de stichter/opvolger is of een extern persoon. De resultaten zijn verzameld in Tabel 3.

Uit deze tabel kunnen we afleiden dat het merendeel van de CEO's externe personen zijn. Een CEO die eveneens stichter/opvolger is, is het vaakst voorkomend bij opvolgergecontroleerde ondernemingen (15). Opvallend is dat voor zowel de stichtergecontroleerde (6) als opvolgergecontroleerde (15) ondernemingen de stichter of opvolger in meer dan de helft van de gevallen CEO is. Het contrast met verspreide eigendom is beduidend: bij deze ondernemingen zijn slechts 14% (7 ondernemingen) van de stichters of opvolgers ook CEO. Bij ondernemingen met verspreide eigendom wordt dus veel meer gebruik gemaakt van externe CEO's.

**Tabel 3: Verdeling steekproef volgens CEO**

	CONTROLE			
	Opvolgereigendom	Stichter- en opvolgereigendom	Stichtereigendom	Verspreide eigendom
	Count	Count	Count	Count
Externe CEO	7	3	3	43
Stichter- of opvolgerCEO	15	2	6	7

In het onderzoek werden ook nog de SIC-codes van ondernemingen toegevoegd, die via de database Amadeus van Bureau van Dijk verkregen werden. Deze codes delen ondernemingen in al naargelang de sector waarin ze actief zijn. Er worden daarbij 9 grote sectoren gedistingeerd. Opvallend is dat een groot gedeelte van de ondernemingen onder de sector 'financiën, verzekeringen en onroerende goederen' valt. Hiervoor is echter een verklaring: in de database Amadeus krijgen heel wat ondernemingen de SIC-code 671. Deze code komt overeen met de sector 'Holding Offices'. Een holding is een overkoepelende maatschappij die tal van maatschappijen onder zich kan hebben. De holding kan aandelen bezitten in één of meerdere van deze maatschappijen en haalt hier haar opbrengsten uit, zonder zelf aan productie te doen. Een gedeelte van de bedrijven die in deze sector vallen zullen dus een holdingkantoor hebben opgericht waarin de aandelen van de onderneming worden aangehouden. Er zijn geen stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen in onze steekproef die operationeel zijn in de bouw- of grondstoffensector. Opvallende verschillen zijn er verder niet te bemerken.

**Tabel 4: Verdeling steekproef volgens SIC-codes**

	CONTROLE			
	Opvolger-eigendom	Stichter- en opvolger-eigendom	Stichter-eigendom	Verspreide eigendom
	Count	Count	Count	Count
1. bouw	0	0	0	3
2. diensten	2	0	3	7
3. electronica	0	0	1	2
4. financiën, verzekeringen en onroerende goederen	11	3	4	17
5. grondstoffen	0	0	0	3
6. groothandel	4	0	1	2
7. industrie	2	0	0	5
8. productie	3	1	0	5
9. transport, communicatie, elektriciteit, gas, sanitaire diensten	0	1	0	6

### 7.1.2 Gemiddelde waarden

Nu de algemene conclusies over de variabelen getrokken zijn, kunnen de gemiddelde waarden van de variabelen onder de loep genomen worden. In Tabel 5 werden de resultaten verzameld, waarbij het minimum, het maximum, en het gemiddelde van elk van de variabelen werden opgenomen.

In de eerste plaats analyseren we het transparantieniveau tussen de verschillende ondernemingen. Daaruit blijkt dat ondernemingen die gecontroleerd worden door de stichter, de opvolger of door beiden, minder transparant zijn dan bedrijven waarin het aandeelhouderschap verspreid is. Dit resultaat komt overeen met het onderzoek van Anderson et al. (2008). Het is eveneens duidelijk dat de eigendomsconcentratie in stichter- en/of opvolgergecontroleerde ondernemingen (46,94%; 35,70%; en 43,87%) aanzienlijk hoger ligt dan in ondernemingen met verspreide eigendom (29,75%). Op vlak van de bedrijfsgrootte zijn er geen noemenswaardige verschillen op te merken. We kunnen immers aannemen dat, omdat alle bedrijven uit de steekproef beursgenoteerd zijn, er geen kleine bedrijven tussen zitten. De geselecteerde bedrijven zijn allemaal relatief groot waardoor we geen opmerkelijke verschillen verwachten. Wat betreft de schuldgraad bestaan er wel significante discrepanties. Enerzijds gaan stichtergecontroleerde ondernemingen minder schulden aan dan ondernemingen met verspreide controle, anderzijds werken opvolgergecontroleerde ondernemingen met meer schulden.

**Tabel 5: Gemiddelde waarden van de variabelen**

CONTROLE	Opvolgereigendom			Stichter- en opvolgereigendom			Stichtereigendom			Verspreide eigendom			Total		
	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max
ROA_1	0,06	-0,22	0,49	0,05	-0,05	0,17	-0,08	-2,63	0,51	0,01	-1,99	0,50	0,02	-2,63	0,51
ROA_2	0,03	-0,02	0,34	0,04	0,00	0,07	0,00	-0,42	0,26	0,02	-0,72	0,63	0,03	-0,72	0,63
TOBINSQ	1,40	0,53	4,62	1,08	0,62	1,70	1,40	0,34	3,73	1,48	0,11	13,63	1,43	0,11	13,63
TRANSPARANTIE	0,59	0,17	0,97	0,44	0,23	0,57	0,55	0,23	0,90	0,62	0,13	0,97	0,59	0,13	0,97
EIGENDOM_1	46,94	16,00	90,84	35,70	22,12	52,12	43,87	15,07	73,69	29,75	0,79	89,97	35,97	0,79	90,84
SCHULDGRAAD	0,23	0,00	0,67	0,20	0,00	0,59	0,08	0,00	0,47	0,17	0,00	0,61	0,18	0,00	0,67
BEDRIJFSGROOTTE	19,89	17,29	23,39	19,34	18,38	21,19	18,81	17,14	20,67	19,70	15,92	22,94	19,64	15,92	23,39
GROEI	0,54	-0,96	16,59	0,23	-0,78	3,21	0,41	-0,79	13,91	0,35	-0,86	12,33	0,40	-0,96	16,59
LEEFTIJD	3,81	1,61	5,00	3,48	2,77	4,43	2,58	0,00	4,01	3,21	0,00	5,00	3,31	0,00	5,00

Verder kijken we naar de gemiddelde waarden van de variabelen die de bedrijfsprestaties meten. Daarbij vallen er tegenstrijdige resultaten waar te nemen. Stichtergecontroleerde ondernemingen presteren gemiddeld slechter dan ondernemingen met verspreide eigendom en dit geldt voor elk van de drie parameters. Deze bevinding komt dus overeen met die van Anderson et al. (2008). Echter blijkt dat, voor beide maatstaven van ROA, opvolgergecontroleerde ondernemingen (en ondernemingen die gecontroleerd worden door zowel de stichter als de opvolger) gemiddeld een hogere waarde noteren dan ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. De Tobin's Q geeft daarentegen tegengestelde waarden weer en spreken dan ook in het nadeel van opvolgergecontroleerde ondernemingen. Conclusies kunnen echter pas getrokken worden na de multivariate analyse, die later in dit hoofdstuk uitgevoerd zal worden.

Tot slot werpen we nog kort een blik op de controlevariabelen. Hierbij zien we dat zowel stichtergecontroleerde als opvolgergecontroleerde ondernemingen een grotere groei kennen dan ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. Daarnaast zijn de ondernemingen waarin de opvolgers de controle in handen hebben (al dan niet gezamenlijk met de stichters) gemiddeld genomen ouder dan ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. Stichtergecontroleerde ondernemingen zijn in onze steekproef de minst oude.

### 7.1.3 Correlaties

De univariate analyse wordt afgesloten met een overzicht van de correlaties tussen de belangrijkste variabelen in het onderzoek.

Tabel 6: Correlatietabel

		STICHTER	OPVOLGER	EIGEN DOM_1	TRANS- PARANTIE	ROA_1	TOBINS Q	CEO	SCHULD- GRAAD	BEDRIJFS- GROOTTE	GROEI	LEEFTIJD
STICHTER	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	1										
OPVOLGER	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	,041 ,396	1									
EIGENDOM_1	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	,105* ,030	,287** ,000	1								
TRANSPARANTIE	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	-,180** ,000	-,098* ,042	-,216** ,000	1							
ROA_1	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	-,104* ,031	,122* ,011	,099* ,039	,133** ,006	1						
TOBINSQ	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	-,057 ,237	-,052 ,285	-,006 ,895	,268** ,000	,179** ,000	1					
CEO	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	,206** ,000	,399** ,000	,285** ,000	-,112* ,020	,038 ,427	,098* ,043	1				
SCHULDGRAAD	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	-,142** ,003	,191** ,000	,095* ,049	,180** ,000	,094 ,051	-,129** ,008	-,139** ,004	1			
BEDRIJFS- GROOTTE	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	-,191** ,000	,071 ,141	-,119* ,014	,574** ,000	,197** ,000	-,172** ,000	-,177** ,000	,356** ,000	1		
GROEI	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	-,013 ,796	,031 ,528	-,018 ,713	-,072 ,139	,010 ,831	-,013 ,787	,025 ,602	,030 ,538	-,109* ,023	1	
LEEFTIJD	Pearson Corr. Sig. (2-tailed)	-,168** ,000	,271** ,000	,148** ,002	,000 ,997	,208** ,000	-,002 ,975	,084 ,080	,042 ,384	,170** ,000	-,126** ,009	1

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

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

Als we de correlatietabel overlopen, valt meteen op dat de dummy variabelen STICHTER en OPVOLGER gecorreleerd zijn met de variabele EIGENDOM\_1, die een uitdrukking geeft van het percentage aandelen in handen van de hoofdaandeelhouder. Hieruit blijkt dat in stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen het eigendom meer geconcentreerd is. Uit de tabel kunnen we eveneens afleiden dat stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen negatief gecorreleerd zijn met de variabele TRANSPARANTIE. Lagere transparantie kan dus geassocieerd worden met deze ondernemingen. Daarnaast noteren we een positieve correlatie tussen TRANSPARANTIE en beide financiële prestatie maatstaven (ROA\_1 en TOBINSQ). Dit geeft aan dat hogere transparantie leidt tot betere financiële prestaties van ondernemingen. Voorts kunnen we opmerken dat de variabele CEO een positieve correlatie vertoont met stichter- en opvolgercontrole. In stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen doen zich dus meer situaties voor waarin de stichter of opvolger ook CEO is van de onderneming. Aangezien hier een probleem van multicollineariteit kan opduiken, zal de variabele CEO niet worden opgenomen in de regressievergelijking die de invloed van stichter- of opvolgercontrole op de financiële prestaties van ondernemingen zal testen.

Tot slot bestaat er nog een positieve correlatie tussen de variabelen SCHULDGRAAD/ BEDRIJFSGROOTTE en de variabele TRANSPARANTIE. Wanneer bedrijven relatief meer schulden maken of groter zijn, kan men stellen dat zij transparanter zijn.

## **7.2 Multivariate analyse**

Om de verschillen te testen tussen stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen en ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap betreffende hun transparantie, en wat de invloed hiervan is op de financiële prestaties, zal gebruikt gemaakt worden van GLS-regressies. Er zullen twee regressievergelijkingen worden opgesteld zodat beide verbanden geanalyseerd kunnen worden. De basis voor deze regressievergelijkingen kan teruggevonden worden in voorgaande onderzoeken die dicht aanleunen bij het onderzoek in deze masterproef (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006; Anderson et al., 2008).

De eerste regressievergelijking gaat na in welke mate enkele onafhankelijke variabelen een invloed hebben op de transparantie van ondernemingen. Daartoe wordt de volgende regressievergelijking geformuleerd:

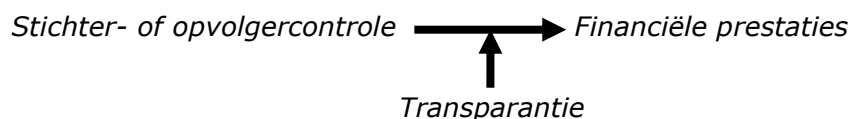
$$\mathbf{TRANSPARANTIE} = \beta_0 + \beta_1 (\text{STICHTEROFOPVOLGER, STICHTER, OF OPVOLGER}) + \beta_2 (\text{EIGENDOM}_1) + \beta_3 (\text{CEO}) + \beta_4 (\text{SCHULDGRAAD}) + \beta_5 (\text{BEDRIJFSGROOTTE}) + \beta_6 (\text{GROEI}) + \beta_7 (\text{LEEFTIJD}) + \varepsilon$$

Vervolgens zal in de tweede regressievergelijking gezocht worden naar een mogelijk verband tussen het eigendom, de transparantie en de financiële prestaties van de ondernemingen. Vanuit dit perspectief worden de financiële prestaties als afhankelijke variabele genomen en ziet de regressievergelijking er als volgt uit:

$$\mathbf{FINANCIËLE PRESTATIES} = \beta_0 + \beta_1 (\text{EIGENDOM}_2) + \beta_2 (\text{TRANSPARANTIE}) + \beta_3 (\text{RESPECTIEVE EIGENDOM} \times \text{TRANSPARANTIE}) + \beta_4 (\text{SCHULDGRAAD}) + \beta_5 (\text{BEDRIJFSGROOTTE}) + \beta_6 (\text{GROEI}) + \beta_7 (\text{LEEFTIJD}) + \varepsilon$$

Uiteraard dienen er een aantal voorspellingen gemaakt te worden van de  $\beta$ -waarden van enkele onafhankelijke variabelen in beide regressiemodellen. Op deze manier kunnen we de voorspellingen later vergelijken met de resultaten uit de regressieanalyse. In de eerste regressievergelijking worden de variabelen met betrekking tot stichter- of opvolgercontrole ( $\beta_1$ ) voorspeld een negatief effect te hebben op de transparantie.  $\beta_2$ , behorend bij  $\text{EIGENDOM}_1$ , wordt verondersteld negatief te zijn omdat we uit de literatuurstudie weten dat ondernemingen met geconcentreerd aandeelhouderschap minder transparant zijn. Over  $\beta_3$  kunnen we geen eenduidige voorspelling geven, aangezien situaties waarin de stichter of opvolger ook CEO is zowel een positief als een negatief effect kunnen hebben op de transparantie. In de hypothesen wordt gesteld dat de schuldgraad en de grootte van ondernemingen een positief effect hebben op de transparantie. Daarom wordt een positieve voorspelling gemaakt van  $\beta_5$  en  $\beta_6$ .

Ook voor de tweede regressievergelijking worden een aantal voorspellingen gemaakt van de  $\beta$ -waarden van de onafhankelijke variabelen. Deze regressievergelijking bevat een interactieterm:  $\text{RESPECTIEVE EIGENDOM} \times \text{TRANSPARANTIE}$ . Dit wordt in de statistiek gebruikt in situaties waarbij de impact van een onafhankelijke variabele op een afhankelijke variabele beïnvloed wordt door een derde variabele. Formeel kunnen we dit als volgt voorstellen:





De interpretatie van de coëfficiënten is dan ook verschillend voor deze regressie.  $\beta_1$  meet nu het effect van stichter- of opvolgereigendom op de financiële prestaties in bedrijven waar de transparantie laag is.  $\beta_2$  geeft uiting van de invloed van transparantie wanneer er geen stichter- of opvolgercontrole is.  $\beta_3$  moet dan weer het effect weerspiegelen van stichter- of opvolgercontrole wanneer bedrijven zeer transparant zijn.

Naar analogie met Anderson et al. (2008) veronderstellen we dat, in weinig transparante omgevingen, stichter- of opvolgercontrole een negatief effect heeft op de bedrijfsprestaties. Dit zou betekenen dat  $\beta_1$  (coëfficiënt van de continue variabele voor het aandelenpercentage in handen van de stichter of opvolger) een negatief teken moet vertonen. Daarnaast wordt ervan uitgegaan dat transparantere ondernemingen betere financiële prestaties kunnen voorleggen. Vandaar dat  $\beta_2$  dat positief effect zou moeten weerspiegelen. Verder verwachten we een positief effect van stichter- of opvolgereigendom op de financiële prestaties van ondernemingen.  $\beta_3$  zou op die manier een negatief teken moeten vertonen.

### 7.2.1 Stichters, opvolgers en transparantie

We beginnen meteen met de eerste vijf hypothesen in deze masterproef te testen. De aandacht gaat vooral uit naar hypothese 5, waarbij getest wordt of stichter- of opvolgercontrole een invloed heeft op de transparantie van ondernemingen. Stichters en opvolgers hebben immers een incentive om een minder transparant beleid te voeren. Enerzijds kunnen zij zichzelf verrijken door private controlevoordelen te behalen ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Anderzijds kunnen zij, vanuit hun positie als controlerende hoofdaandeelhouder, de monitoringrol op zichzelf nemen waardoor de onderneming minder kosten moet maken om informatie te verzamelen en openbaar te maken. Bovendien wordt er minder informatie beschikbaar gemaakt waarvan de eigen concurrenten kunnen profiteren. De variabele EIGENDOM\_1 zal in deze regressie gehanteerd worden om te kijken in welke mate de concentratie van de eigendomsaandelen invloed heeft op de transparantie. Hiermee wordt ineens een antwoord gezocht op hypothese 2.

De resterende hypothesen worden gesteld om overige invloeden op de transparantie van ondernemingen te testen. Eerst en vooral wordt gekeken naar het effect op de transparantie in het geval dat de stichter of opvolger tevens de CEO is van de onderneming. Daarnaast wordt ook gezocht naar een mogelijk verband tussen de schuldgraad/bedrijfs grootte en de transparantie van ondernemingen.

De regressies kunnen niet uitgevoerd worden zonder dat er een voorafgaand onderzoek gebeurd is naar mogelijke outliers. Dit zijn waarnemingen die een grote invloed hebben op de berekening van de regressiecoëfficiënten en die kunnen zorgen voor een vertekening van de gevonden resultaten. Outliers zullen dan ook uit de steekproef genomen worden. STATA biedt heel wat mogelijkheden om onderzoek naar outliers uit te voeren. Wij maken gebruik van de Cook's Distance (die de invloed meet van een datapunt bij de uitvoering van een regressieanalyse) en de gestandaardiseerde residuen en vinden 3 cases die als outlier gecategoriseerd worden. Deze 3 cases worden verwijderd waardoor onze steekproef bestaat uit 83 ondernemingen en 415 waarnemingen over een periode van 5 jaar.

Tabel 7 toont de resultaten van 3 verschillende regressieanalyses voor de transparantie van ondernemingen. In de eerste regressie gaan we de effecten na op de transparantie in het geval dat de stichter of de opvolger hoofdaandeelhouder is en de onderneming aldus controleren. Stichtercontrole en opvolgercontrole werden geaggregeerd in één dummy variabele: STICHTEROFOPVOLGER. De tweede regressie toont de resultaten in het geval dat ondernemingen enkel stichtergecontroleerd zijn, terwijl de derde regressie de resultaten weergeeft van opvolgergecontroleerde ondernemingen. Daar elk van deze variabelen dummies zijn, veronderstellen we dat ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap de omitted (*letterlijk vertaald: weggelaten*) variabele zijn. Stel dat we een aparte dummy variabele hadden toegevoegd om ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap te categoriseren, dan deed zich een probleem van perfecte multicollineariteit voor met de andere dummy variabelen.

Uit de resultaten van de 3 verschillende regressies in Tabel 7 blijkt dat de regressiecoëfficiënten van STICHTEROFOPVOLGER, STICHTER, en OPVOLGER een negatief teken vertonen. Hieruit kunnen we alvast afleiden dat stichter- of opvolgercontrole, stichtercontrole, of opvolgercontrole een negatieve invloed hebben op de transparantie van ondernemingen. Die invloed is daarenboven het sterkst bij opvolgergecontroleerde ondernemingen. Als we de transparantieniveaus evalueren op het 50<sup>ste</sup> percentiel van stichter- en opvolgercontrole (d.i. bij een eigendomsconcentratie van 47,02%), kunnen we berekenen in welke mate stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen minder transparant zijn dan ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. Hiervoor moeten we de coëfficiënt bij STICHTEROFOPVOLGER vermenigvuldigen met de eigendomsconcentratie van stichters en opvolgers, en dit vervolgens delen door de gemiddelde transparantie van de steekproef:

→ transparantie bij stichter- of opvolgereigendom:  

$$((-0,054 * 0,4702) / 0,4461) = -5,69\%$$

Stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen zijn dus gemiddeld 5,69% minder transparant dan ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. Hypothese 5 stelde dat **“Stichter- of opvolgereigendom heeft een negatieve invloed op de transparantie van ondernemingen.”** Aangezien de bekomen resultaten statistisch significant zijn, kunnen we hypothese 5 aanvaarden.

Wanneer we de coëfficiënten behorend bij eigendomsconcentratie (EIGENDOM) analyseren, wordt een zelfde negatief verband gevonden in elk van de drie regressies. Zoals we inderdaad vooraf voorspelden bestaat er een negatief verband tussen de eigendomsconcentratie en het transparantieniveau bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen. Dit betekent dat naarmate de concentratie van het eigendom in deze ondernemingen toeneemt, hun gehanteerd transparantieniveau daalt. Hieromtrent werd een hypothese (H2) opgebouwd die luidde als volgt: **“Transparantie is negatief gerelateerd aan eigendomsconcentratie bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.”** Omdat de coëfficiënten uit de regressieanalyse statistisch significant zijn, kan hypothese 2 aanvaard worden.

Vooraf konden we geen eenduidige voorspelling geven van het verband tussen stichterCEO's of opvolgerCEO's en de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen. Daartoe werd hypothese 1 in twee stukken verdeeld, die beiden gesteund werden op de wetenschappelijke literatuur (Shleifer & Vishny, 1997). Hypothese 1a (b) formuleerde dat **“Een CEO, die tevens stichter of opvolger is, zal een positieve (negatieve) invloed hebben op de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.”** Voor zowel stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen als stichtergecontroleerde en opvolgergecontroleerde ondernemingen zien we een positieve coëfficiënt voor de variabele CEO. Hieruit kan besloten worden dat een stichterCEO of opvolgerCEO binnen stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen een positief effect heeft op de transparantie van die onderneming. Hypothese 1a kan dus statistisch bevestigd worden, terwijl hypothese 1b niet aangetoond wordt.

Voorts kunnen we uit Tabel 7 afleiden dat de schuldgraad een negatieve coëfficiënt heeft, wat aangeeft dat er een negatieve invloed heerst op de transparantie bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen. Dit komt niet overeen met onze voorspelling, waarbij we formuleerden dat de schuldgraad een positief effect zou hebben op de transparantie, in lijn met het onderzoek van Meek, Roberts en Gray (1995). Er kan echter geen conclusie getrokken m.b.t. de schuldgraad omdat de resultaten geen statistische significantie vertonen. Hypothese 4, die zegt dat **“Transparantie is positief**

***gerelateerd aan de schuldgraad bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.***”, kan bijgevolg niet aanvaard worden.

Tot slot voorspelden we eveneens dat de bedrijfsgrootte een positief effect zou hebben op de transparantie. Archambault en Archambault (2003) argumenteerden dat grotere bedrijven een toenemende vraag naar informatie ervaren, meer middelen hebben om transparantie na te streven en politieke druk t.g.v. ontransparant beleid willen verminderen. Uit elk van de drie regressies blijkt dat de bedrijfsgrootte inderdaad een positieve invloed heeft op de transparantie van deze ondernemingen. In hypothese 3 werd gesteld dat ***“Transparantie is positief gerelateerd aan de bedrijfsgrootte bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.”*** Op basis van de regressieanalyse en de statistische significantie van de coëfficiënten, kan de hypothese bevestigd worden.

**Tabel 7: Stichters, opvolgers en transparantie**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de transparantie van ondernemingen. De afhankelijke variabele TRANSPARANTIE omvat een samengestelde meting van de transparantie. STICHTEROFOPVOLGER, STICHTER en OPVOLGER zijn dummy variabelen die de waarde 1 aannemen als respectievelijk de stichter of opvolger de onderneming controleert, de stichter de onderneming controleert, of de opvolger de onderneming controleert (cfr. definitie stichter- en opvolgercontrole hoofdstuk 6), en de waarde 0 in de andere gevallen. EIGENDOM is het percentage van de totale aandelen dat in eigendom is van de hoofdaandeelhouder. CEO is een dummy variabele die de waarde 1 toegewezen krijgt wanneer de stichter of opvolger eveneens CEO is van de onderneming, en de waarde 0 in de andere gevallen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de recht kolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%).

	Transparantie					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	-1,111	-10,57**	-1,060	-9,92**	-1,146	-10,89**
STICHTEROFOPVOLGER	-0,054	-3,19**				
STICHTER			-0,051	-2,65**		
OPVOLGER					-0,065	-3,78**
EIGENDOM	-0,002	-5,79**	-0,002	-6,32**	-0,002	-6,04**
CEO	0,083	4,70**	0,063	3,99**	0,081	4,83**
SCHULDGRAAD	-0,018	-0,42	-0,042	-0,94	0,002	0,05
BEDRIJFSGROOTTE	0,094	17,34**	0,092	16,88**	0,095	17,54**
GROEI	-0,003	-0,74	-0,004	-0,95	-0,002	-0,62
LEEFTIJD	-0,020	-3,06**	-0,024	-3,62**	-0,015	-2,26**
R <sup>2</sup>	0,514		0,510		0,519	
VIF	1,27		1,17		1,25	

### 7.2.2 Financiële prestaties en transparantie

In het tweede deel van het empirisch onderzoek wordt nagegaan of het gehanteerd transparantieniveau binnen stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen de financiële prestaties op een ongunstige wijze beïnvloedt. Anderson et al. (2008) wisten statistisch aan te tonen dat er wel degelijk sprake is van een 'entrenchment effect', waarbij stichters en opvolgers vanuit hun positie als hoofdaandeelhouders zichzelf verrijken ten koste van de financiële prestaties en daarom ook ten nadele van de minderheidsaandeelhouders. Anderson & Reeb (2003) bekeken de situatie vanuit het perspectief van familiebedrijven die in handen zijn van de stichtersfamilie en concludeerden dan weer dat familiebedrijven beter presteren dan niet-familiebedrijven. Wij zullen ons hier vooral focussen op het 'entrenchment effect', dat ontstaat doordat lagere transparant toegepast wordt ten gevolge van stichter- of opvolgercontrole.

We gebruiken twee verschillende maatstaven om de financiële prestaties van ondernemingen na te gaan. Enerzijds maken we gebruik van de Tobin's Q, anderzijds de ROA (return on assets). Alvorens we de regressies uitvoeren, gaan we nogmaals na of er mogelijke outliers bestaan. Bij de regressie met als afhankelijke variabele Tobin's Q worden 5 cases verwijderd, waardoor de steekproef nog bestaat uit 81 ondernemingen met waarnemingen over een periode van 5 jaar. Wanneer de ROA als afhankelijke variabele wordt genomen, vinden we 4 cases met outliers. Zo vormt de uiteindelijke steekproef 82 ondernemingen over 5 jaar.

Vervolgens werden via STATA de nodige regressies uitgevoerd om het 'entrenchment effect' binnen dit empirisch onderzoek te meten. De resultaten zijn verzameld in de onderstaande tabellen. Tabel 8 toont de invloed op de Tobin's Q, terwijl Tabel 9 de effecten op de ROA weerspiegelt. Opnieuw worden ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap als *omitted variable* beschouwd, zodat we rechtstreeks een vergelijking kunnen maken tussen deze ondernemingen en stichter- of opvolgergecontroleerde bedrijven.

Bij de bespreking van deze resultaten zullen we eerst de invloed op de Tobin's Q bespreken en trachten we de volgorde van de toegevoegde variabelen te respecteren. Daarom beginnen we met de variabele EIGENDOM. De coëfficiënt van deze variabele geeft een negatief teken weer voor stichter- of opvolgercontrole en stichtercontrole, en een positief teken bij opvolgercontrole. Enkel en alleen bij stichtergecontroleerde ondernemingen is het effect statistisch significant. Aangezien we werken met een interactieterm, moeten we deze coëfficiënt interpreteren als de invloed van stichtercontrole op de financiële prestaties in omgevingen met lage transparantieniveaus. Vermits de  $\beta$ -waarde negatief is, kan gesteld worden dat stichtercontrole bij lage

transparantie een negatief effect heeft op de Tobin's Q van de ondernemingen in vergelijking met bedrijven met verspreide eigendom. Er kan echter geen bevestigend antwoord gegeven worden voor stichter- of opvolgercontrole en enkel opvolgercontrole, daar er geen sprake is van significante resultaten.

Wanneer we vervolgens de variabele TRANSPARANTIE analyseren, liggen de resultaten in lijn met onze voorspellingen. Zo stelden we immers dat transparantie de financiële prestaties van ondernemingen positief beïnvloedt. Als we dit vergelijken met de  $\beta$ -waarden in Tabel 8, constateren we dat er inderdaad een positieve invloed af te leiden is. De resultaten zijn in elk van de 3 regressies significant, dus we hebben kunnen aantonen dat transparantie een positief effect heeft op de financiële prestaties. Deze uitkomst bewijst dat onze voorspelling correct was.

De interactieterm EIGENDOM \* TRANSPARANTIE weerspiegelt in welke mate stichter- of opvolgercontrole een effect heeft op de financiële prestaties in omgevingen met hoge transparantie. We stellen enkel een significant effect vast bij stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen. De aanwezigheid van stichter- of opvolgercontrole blijkt dus voordelig te zijn voor de bedrijfsprestaties ten opzichte van ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap, wanneer het gehanteerde transparantieniveau hoog is.

Wat betreft de controlevariabelen kunnen we bondig zijn. De schuldgraad en de bedrijfsgrootte hebben een significant negatief effect op de Tobin's Q. Wanneer stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen dus relatief meer schulden aangaan of hun balanstotaal groter wordt, zal de Tobin's Q negatief beïnvloed worden. Over de groei en de leeftijd kan geen uitspraak gedaan worden vermits de coëfficiënten niet statistisch significant zijn.

Als we vervolgens overgaan naar de regressies met als afhankelijke variabele de ROA om de bedrijfsprestaties te meten, zien we meteen dat geen enkele EIGENDOM variabele significantie vertoont. Er kan dus geen uitspraak worden gedaan over de invloed van stichter- of opvolgercontrole in weinig transparante omgevingen op de ROA. Verder moeten we ook vaststellen dat er geen statistisch significant effect is van transparantie en de interactie tussen eigendom en transparantie op de ROA. We kunnen in dit geval niet aantonen dat onze voorspellingen correct waren.

Vooraf formuleerden we de volgende hypothese: **"Bij lagere transparantie leidt stichter- of opvolgereigendom tot slechtere bedrijfsprestaties."** Aan de hand van de bekomen resultaten uit de regressieanalyse kan deze hypothese niet statistisch aangetoond worden, waardoor we genoopt zijn om deze hypothese niet te aanvaarden. Enkel voor stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen uit onze steekproef hebben we deze

hypothese kunnen staven, doordat stichtercontrole een significant negatief effect heeft op de Tobin's Q.

In paragraaf 7.3 van deze masterproef zullen enkele robuustheidstesten uitgevoerd worden. De bedoeling is om, d.m.v. een andere invulling van de variabelen, na te gaan of we wel significante resultaten bekomen zodat deze laatste hypothese kan aangetoond worden.



**Tabel 8: Invloed van stichter- en opvolgercontrole en transparantie op Tobin's Q**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de Tobin's Q van ondernemingen. De afhankelijke variabele TOBINS Q is een proxy voor financiële prestaties en wordt berekend door (boekwaarde totale activa – boekwaarde vermogen aandeelhouders + marktwaarde vermogen aandeelhouders) te delen door de boekwaarde van de totale activa. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM is het procentuele aandeel in het eigendom dat in handen is van de stichters- of opvolgersgroep. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM \* TRANSPARANTIE is de interactie van de 2 onafhankelijke variabelen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de recht kolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%).

	TOBINS Q					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	3,815	4,66**	4,250	8,53**	3,910	4,81**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM	-0,242	-0,49				
STICHTER EIGENDOM			-1,351	-1,67*		
OPVOLGER EIGENDOM					0,265	0,51
TRANSPARANTIE	1,391	4,83**	1,421	5,53**	1,573	5,78**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE	1,117	1,35				
STICHTER EIGENDOM * TRANSPARANTIE			2,603	1,82*		
OPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE					0,286	0,33
SCHULDGRAAD	-0,374	-1,84*	-0,360	-1,77*	-0,373	-1,83*
BEDRIJFSGROOTTE	-0,167	-3,71**	-0,169	-3,73**	-0,174	-3,89**
GROEI	0,014	1,31	0,012	1,16	0,014	1,30
LEEFTIJD	-0,017	-0,35	-0,018	-0,36	-0,031	-0,62
R <sup>2</sup>		0,210		0,205		0,204
VIF		3,40		5,65		3,14

**Tabel 9: Invloed van stichter- en opvolgercontrole en transparantie op ROA**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de ROA van ondernemingen. De afhankelijke variabele ROA\_1 is een proxy voor financiële prestaties en wordt berekend door de nettowinst van de onderneming te delen door de boekwaarde van de totale activa. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM is het procentuele aandeel in het eigendom dat in handen is van de stichters- of opvolgersgroep. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM \* TRANSPARANTIE is de interactie van de 2 onafhankelijke variabelen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de recht kolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%).

	ROA_1					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	-0,413	-2,48**	-0,379	-2,23**	-0,393	-2,36**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM	0,104	0,92				
STICHTER EIGENDOM			0,192	0,90		
OPVOLGER EIGENDOM					0,087	0,75
TRANSPARANTIE	0,052	0,79	0,049	0,82	0,044	0,70
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE	-0,062	-0,32				
STICHTER EIGENDOM * TRANSPARANTIE			-0,326	-0,84		
OPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE					-0,004	-0,02
SCHULDGRAAD	-0,096	-1,83*	-0,095	-1,80*	-0,103	-1,95*
BEDRIJFSGROOTTE	0,018	1,90*	0,016	1,71*	0,018	1,87*
GROEI	0,006	1,86*	0,006	1,97**	0,006	1,87*
LEEFTIJD	0,020	1,93*	0,022	2,07**	0,018	1,68*
R <sup>2</sup>	0,177		0,145		0,156	
VIF	3,30		5,11		3,15	

## 7.3 Robuustheidstesten

Zoals vermeld op het einde van de vorige paragraaf werden geen significante resultaten gevonden voor onze laatste hypothese, waarbij we graag willen testen of stichter- of opvolgercontrole een negatieve invloed heeft op de financiële prestaties, in de specifieke situatie dat de ondernemingen weinig transparant zijn. Daarenboven willen we testen of de reeds bekomen resultaten betrouwbaar zijn. Daartoe zullen een reeks robuustheidstesten uitgevoerd worden die hierover uitsluitsel moeten bieden. Ten eerste zal worden nagegaan of een andere berekeningswijze van de *return on assets* (ROA) er wel toe bijdraagt dat de dataset significante resultaten oplevert. Daarnaast zullen we onze definitie van stichter- of opvolgercontrole in 2 richtingen aanpassen: enerzijds zullen we het minimale percentage aandelen in handen van de stichters of opvolgers verhogen, anderzijds controleren we het effect van een verlaging hiervan. Het laatste onderdeelje van deze paragraaf zal besteed worden aan een kritische reflectie van het empirisch onderzoek in deze masterproef.

### 7.3.1 Alternatieve maatstaf voor financiële prestaties

De eerste robuustheidstest die we uitvoeren heeft betrekking op een maatstaf voor financiële prestaties. In de vorige paragraaf werd duidelijk dat er geen significante resultaten uit de regressieanalyse konden afgeleid worden om hypothese 6 te staven. De berekeningswijze die we hanteerden om de ROA te bekomen van de onderneming bestond erin om de nettowinst te delen door de totale activa. Echter kan de ROA op verschillende wijzen berekend worden. Een alternatieve formulering die eveneens kan toegepast worden is de EBITDA gedeeld door de totale activa. EBITDA is een Engelse term en bepaalt de winst voor afschrijvingen, waardeverminderingen, intresten en belastingen. Deze variabele wordt als ROA\_2 opgenomen in een nieuwe regressie waarvan de resultaten verzameld zijn in Tabel 10. De regressievergelijking wordt hierbij niet gewijzigd en blijft dezelfde als bij de uitgevoerde regressies in Tabel 9 en 10, enkel de afhankelijke variabele werd veranderd.

Wanneer we deze resultaten vergelijken met de oorspronkelijke formulering van de ROA, vinden we nu wel significante resultaten, zij het enkel voor stichtergecontroleerde ondernemingen. In dat opzicht kunnen we de vergelijking doortrekken naar de regressies waar de Tobin's Q als afhankelijke variabele werd gehanteerd. Ook daar werden slechts uitsluitend voor stichtergecontroleerde ondernemingen significante coëfficiënten geschat.

We zien dat STICHTER EIGENDOM een significant positief effect heeft op de ROA. Dit spreekt onze voorspelling en de vooropgestelde hypothese echter tegen. Het positief teken van de  $\beta$ -waarde houdt in dat stichtercontrole in omgevingen met lage transparantie een positieve invloed heeft op de ROA, relatief tot ondernemingen met verspreide eigendom. In onze hypothesen formuleerden we nochtans een negatief effect. Opnieuw komen we tot de conclusie dat hypothese 6 van deze masterproef niet aanvaard kan worden.

Het is echter frappant dat het teken tegenovergesteld is aan onze voorspelling. Dit zou dan ook een interessant startpunt kunnen zijn voor een alternatief onderzoek: passen stichters of opvolgers niet noodzakelijk lagere transparantie toe om zichzelf private controlevoordelen toe te eigenen, maar hebben zij daarentegen een andere drijfveer? Een verwijzing dringt zich op naar het onderzoek van Anderson et al. (2008), die naast een entrenchment effect ook een monitoring effect ter sprake brachten. Dit zou een mogelijke verklaring kunnen zijn voor het feit dat stichters of opvolgers bij lage transparantie een positief effect hebben op de bedrijfsprestaties. Zij argumenteren dat een positieve bedrijfswaardering denkbaar is wanneer stichters of opvolgers als toegewijde monitors optreden. Zij hebben de mogelijkheid om die monitoringrol op zich te nemen vanuit hun positie als controlerende aandeelhouders. In dat opzicht doen zij aan toezicht zodat zowel hun eigen belangen als die van de minderheidsaandeelhouders beschermd worden. Een betere monitoring van de bedrijfsactiviteiten zou immers tot betere financiële prestaties leiden.

Voorts zien we ook significante coëfficiënten bij de variabele TRANSPARANTIE in de 3 regressies uit Tabel 10. Deze komen wel overeen met de voorspelling die gemaakt werd, waarbij we ervan uitgingen dat transparantie een positief effect heeft op de bedrijfsprestaties. Daarnaast zien we dan weer een negatieve  $\beta$ -waarde voor de interactieterm bij stichtergecontroleerde ondernemingen. Dit betekent dat stichtercontrole een negatief effect heeft op de ROA bij een hoog transparantieniveau, wat indruist tegen onze voorspelling. Wat betreft de controlevariabelen zien we enkel dat GROEI een significant positief effect heeft op de ROA.

**Tabel 10: Invloed van stichter- en opvolgercontrole en transparantie op ROA (alternatieve formulering ROA)**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de ROA van ondernemingen. De afhankelijke variabele ROA\_2 is een proxy voor financiële prestaties en wordt berekend door de EBITDA van de onderneming te delen door de boekwaarde van de totale activa. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM is het procentuele aandeel in het eigendom dat in handen is van de stichters- of opvolgersgroep. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM \* TRANSPARANTIE is de interactie van de 2 onafhankelijke variabelen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de recht kolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%).

	ROA_2					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	-0,020	-2,27**	-0,008	-2,10**	-0,005	-2,07**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM	0,056	1,19				
STICHTER EIGENDOM			0,147	1,87*		
OPVOLGER EIGENDOM					0,169	0,69
TRANSPARANTIE	0,078	2,79**	0,081	3,26**	0,071	2,59**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE	-0,047	-0,60				
STICHTER EIGENDOM * TRANSPARANTIE			-0,233	-1,65*		
OPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE					-0,189	0,03
SCHULDGRAAD	-0,005	-0,24	-0,003	-0,17	0,002	-0,36
BEDRIJFSGROOTTE	-0,001	-0,23	-0,002	-0,41	0,008	-0,28
GROEI	0,003	3,18**	0,003	3,36**	0,004	3,16**
LEEFTIJD	0,003	0,79	0,005	1,03	0,022	0,53
R <sup>2</sup>		0,193		0,198		0,170
VIF		3,35		5,49		3,15

### 7.3.2 Aanpassing definitie stichter- of opvolgercontrole

Bij de uiteenzetting van de onderzoeksopzet in Hoofdstuk 6 maakten we reeds gewag van het feit dat er geen eenduidige definitie bestaat over het percentage aan aandelen dat nodig is om te kunnen spreken van controle. Verschillende onderzoeken gebruiken dan ook verschillende definities, waarna wij zelf onze eigen invulling van controle maakten.

Bij de formulering van de eigen definitie aangaande stichter- of opvolgercontrole kozen we voor de grens van 15% van het bezit aan eigendomsaandelen. Net omdat er een verscheidenheid aan definities bestaat in de wetenschappelijke literatuur, gaan we in deze tweede robuustheidstest na of het gebruik van een alternatieve definitie een wijziging van de resultaten tot gevolg heeft. Hierbij hanteren we 3 nieuwe grenzen, die reeds vermeld werden in Hoofdstuk 6: 10% (Maury, 2006), 20% (Villalonga & Amit, 2006) en 50% (Westhead & Cowling, 1986). De resultaten van de uitgevoerde regressieanalyses voor de controlegrens van 20% zijn verzameld in Tabel 11 en 12. De regressieanalyses bij een grens van 50% werden opgenomen in Bijlage 1. De reden hiervoor valt toe te wijzen aan het feit dat 50% een erg strenge grens is, die doorgaans enkel toegepast wordt om familiecontrole bij private ondernemingen na te gaan. Omdat de steekproef in deze masterproef bestaat uit publieke ondernemingen, kan hier een redelijke mate aan scepsis tegenover staan. Voorts moeten we opmerken dat we geen resultaten van de 10%-grens voorstellen, daar deze perfect overeenkomen met de regressies die reeds voorheen uitgevoerd werden. We kunnen hieruit dus afleiden dat er geen stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen in onze steekproef zitten met een aandelenconcentratie tussen 10% en 15%. In de eerste plaats hebben we opnieuw de regressies uitgevoerd met transparantie als afhankelijke variabele. Vervolgens werd opnieuw gekeken naar de mogelijke effecten op de bedrijfsprestaties van stichter- of opvolgercontrole en transparantie. Hierbij werd het model met Tobin's Q als afhankelijke variabele gekozen, daar de resultaten overeenkomen wanneer ROA als maatstaf gehanteerd wordt.

Uit Tabel 11 kunnen we alvast afleiden dat stichter- of opvolgercontrole bij een aandelenbezit van meer dan 20% nog steeds een negatieve invloed heeft op de transparantie van de ondernemingen. Dit ligt dus in lijn met onze voorspellingen en bevestigt dat onze conclusies eveneens kunnen doorgetrokken worden wanneer er een strengere norm voor controle in acht genomen wordt. Wanneer we die grens echter nog een stuk hoger leggen (50%, zie Bijlage 1), worden de resultaten insignificant zodat er geen uitspraak meer gedaan kan worden. De  $\beta$ -waarden behorend bij EIGENDOM (de eigendomsconcentratie van de grootste aandeelhouder) veranderen niet in teken, maar

wel in grootte van de waarde. Het effect van eigendomsconcentratie op de transparantie wordt sterker bij een alternatieve definitie van stichter- of opvolgercontrole. De conclusies betreffende CEO en bedrijfsgrootte kunnen gerespecteerd worden. De verandering van de grenzen voor stichter- of opvolgercontrole leiden echter niet tot significante resultaten.

Aangaande de invloed van stichter- en opvolgercontrole en transparantie op de bedrijfsprestaties vallen er voor elk van de 3 regressies uit Tabel 12 significante resultaten waar te nemen voor de variabele TRANSPARANTIE. Deze stemmen overeen met onze verwachtingen: hogere transparantieniveaus leiden tot betere financiële resultaten. De regressies vertonen opnieuw enkel en alleen significantie bij STICHTER EIGENDOM, en dit uitsluitend wanneer de controlegrens van 50% toegepast wordt (Bijlage 1). In die situatie kunnen we spreken van een negatieve invloed van stichtercontrole in omgevingen met lage transparantie. Het uitgangspunt dat stichtercontrole bij hoge transparantie een positief effect heeft op de prestaties kan daarenboven ook gehandhaafd worden. De overige coëfficiënten van de gebruikte variabelen waarover we uitspraak wilden doen, bevatten nog steeds niet de nodige significantie. Bijgevolg zullen we in deze masterproef uitsluitend hieromtrent schuldig moeten blijven.

**Tabel 11: Stichters, opvolgers en transparantie bij aanpassing definitie stichter- of opvolgercontrole**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de transparantie van ondernemingen. De afhankelijke variabele TRANSPARANTIE omvat een samengestelde meting van de transparantie. STICHTEROFOPVOLGER, STICHTER en OPVOLGER zijn dummy variabelen die de waarde 1 aannemen als respectievelijk de stichter of opvolger de onderneming controleert, de stichter de onderneming controleert, of de opvolger de onderneming controleert (cfr. definitie stichter- en opvolgercontrole hoofdstuk 6), en de waarde 0 in de andere gevallen. EIGENDOM is het percentage van de totale aandelen dat in eigendom is van de hoofdaandeelhouder. CEO is een dummy variabele die de waarde 1 toegewezen krijgt wanneer de stichter of opvolger eveneens CEO is van de onderneming, en de waarde 0 in de andere gevallen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de rechterkolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%). Kolommen 1, 2, en 3 zijn de resultaten in het geval dat de stichter of opvolger meer dan 20% van de aandelen bezit.

	Transparantie					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	-1,124	-10,62**	-1,071	-10,14**	-1,133	-10,70**
STICHTEROFOPVOLGER	-0,049	-2,71**				
STICHTER			-0,066	-3,24**		
OPVOLGER					-0,052	-2,86**
EIGENDOM	-0,196	-5,13**	-0,216	-6,00**	-0,210	-5,72**
CEO	0,079	4,46**	0,064	4,05**	0,075	4,44**
SCHULDGRAAD	-0,018	-0,40	-0,042	-0,96	-0,004	-0,09
BEDRIJFSGROOTTE	0,094	17,32**	0,093	17,10**	0,094	17,33**
GROEI	-0,003	-0,78	-0,003	-0,91	-0,003	-0,77
LEEFTIJD	-0,021	-3,20**	-0,025	-3,75**	-0,017	-2,58**
R <sup>2</sup>	0,511		0,514		0,512	
VIF	1,31		1,17		1,26	



**Tabel 12: Invloed van stichter- en opvolgercontrole en transparantie op Tobin's Q bij aanpassing definitie stichter- of opvolgercontrole**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de Tobin's Q van ondernemingen. De afhankelijke variabele Tobin's Q is een proxy voor financiële prestaties. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM is het procentuele aandeel in het eigendom dat in handen is van de stichters- of opvolgersgroep. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM \* TRANSPARANTIE is de interactie van de 2 onafhankelijke variabelen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de rechterkolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%). Kolommen 1, 2, en 3 zijn de resultaten in het geval dat de stichter of opvolger meer dan 20% van de aandelen bezit.

	TOBINS Q					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	3,828	4,68**	3,936	4,78**	3,908	4,80**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM	-0,100	-0,21				
STICHTER EIGENDOM			-0,851	-1,04		
OPVOLGER EIGENDOM					0,214	0,42
TRANSPARANTIE	1,456	5,19**	1,494	5,89**	1,561	5,78**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE	0,844	1,04				
STICHTER EIGENDOM * TRANSPARANTIE			1,695	1,17		
OPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE					0,364	0,42
SCHULDGRAAD	-0,372	-1,83*	-0,354	-1,74*	-0,375	-1,84*
BEDRIJFSGROOTTE	-0,169	-3,77**	-0,173	-3,82**	-0,174	-3,87**
GROEI	0,014	1,28	0,013	1,21	0,014	1,31
LEEFTIJD	-0,017	-0,34	-0,017	-0,34	-0,030	-0,60
R <sup>2</sup>		0,212		0,201		0,204
VIF		3,42		5,64		3,15

### 7.3.3 Kritische reflectie empirisch onderzoek

Een onderzoek voeren zonder onvolkomenheden is een moeilijke opdracht, waardoor zich een kritische analyse opdringt van het praktijkonderzoek. Er wordt getracht om te zoeken naar mogelijke verklaringen waarom er geen significante resultaten gevonden werden voor enkele variabelen.

Door de steekproef te limiteren tot de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, kan de beperkte grootte hiervan als mogelijke oorzaak aangehaald worden. Aangezien we uiteindelijk slechts aan de nodige informatie voor 86 bedrijven geraakten, hebben we dit enigszins proberen op te lossen door een tijdsbestek van 5 jaar te hanteren. Op die manier konden we het aantal waarnemingen toch gevoelig uitbreiden. Desondanks blijft de grootte van de steekproef een knelpunt in deze masterproef, zeker als we dit vergelijken met enkele relevante en vergelijkbare onderzoeken (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006; Anderson et al., 2008). Deze onderzoeken werden als referentiepunt gebruikt voor de eigen analyse, maar zij konden beroep doen op grotere steekproeven om hun resultaten te behalen. Het spreekt voor zich dat een grotere steekproef meer mogelijkheden biedt tot het bekomen van meer significante bevindingen.

Daarenboven werd op een ander obstakel gebotst bij de gegevensverzameling van waarnemingen over meerdere jaren bij beursgenoteerde ondernemingen. Zo bestaan er bedrijven die bijvoorbeeld tien jaar geleden wel een beursnotering hadden, maar ondertussen besloten hebben om de beurs te verlaten. Daarnaast bestaan er ook ondernemingen die pas recentelijk een beursintroductie georganiseerd hebben en waarvoor dus onvoldoende informatie kan verzameld worden over de bid-ask spread of het trading volume van hun aandelen. Dit heeft ertoe geleid dat een aanzienlijke groep bedrijven uit de steekproef geschrapt moest worden.

Voorts kunnen vragen gesteld worden bij de invulling van de definitie aangaande stichter- of opvolgercontrole. In deze masterproef werd de unieke situatie onderzocht waarbij de stichter of opvolger eveneens hoofdaandeelhouder van de onderneming is. Aandelenbezit werd als enige waardemeter gebruikt om controle aan te duiden. Echter kunnen stichters of opvolgers evenzeer andere rollen in de onderneming aannemen waarbij ze zichzelf bevoordelen en de onderneming benadelen. Een positie als CEO, manager van een bedrijfseenheid, bestuurslid, of voorzitter van de raad van bestuur kan op zich ook zorgen voor zelfverrijking wanneer er lage transparantienormen worden gehanteerd door het betreffende bedrijf.

Tot slot dient nog opgemerkt te worden dat de transparantie-index een globale weerspiegeling vormt van de mate van informatieasymmetrie en openbaarmakingen van bedrijven. Zowel een interne component (het feit dat bedrijven gecontroleerd worden door stichters of opvolgers) als een externe component (het toezicht en de informatiebeschikbaarheid in de markt) zijn omvat in deze index. Deze uitdieping kon echter niet gemaakt worden omwille van de beperkte tijdspanne.

## **7.4 Overzicht resultaten empirisch onderzoek**

In deze paragraaf geven we nog een kort overzicht van de resultaten uit het empirisch onderzoek. Het doel van deze masterproef was het nagaan of stichter- of opvolgercontrole een invloed heeft op de transparantie van ondernemingen, en of dit de financiële prestaties van die ondernemingen verzwakt. We vatten samen welke hypothesen bevestigd konden worden en op welke we helaas geen antwoord konden geven. Dit zal een leidraad vormen om in het volgende hoofdstuk de globale conclusies te formuleren.

De literatuurstudie vormde de basis van deze masterproef, waarbij voorgaande onderzoeken reeds aantoonde dat stichters of opvolgers lagere transparantie hanteerden om zichzelf te verrijken. Daartoe formuleerden we in Hoofdstuk 5 een aantal hypothesen, waarbij we zouden nagaan welk effect een aantal elementen hebben op de transparantie. De laatste hypothese zou ons dan uitsluitend moeten bieden over de al dan niet zelfverrijking van stichters en opvolgers bij lage transparantie. De volgende hypothesen konden m.b.v. onze regressieanalyses statistisch aanvaard worden:

- Een CEO, die tevens stichter of opvolger is, zal een positieve invloed hebben op de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.
- Transparantie is negatief gerelateerd aan eigendomsconcentratie bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.
- Transparantie is positief gerelateerd aan de bedrijfsgrootte bij stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.
- Stichter- of opvolgereigendom heeft een negatieve invloed op de transparantie van ondernemingen.

De bevestiging van de eerste hypothese leidde er eveneens toe dat de tegengestelde hypothese niet bevestigd kon worden:

- Een CEO, die tevens stichter of opvolger is, zal een negatieve invloed hebben op de transparantie van stichter- en opvolgergecontroleerde ondernemingen.

Voor één hypothese konden geen statistisch significante resultaten gevonden worden in het empirisch onderzoek, waardoor we een definitieve uitspraak schuldig moeten blijven:

- Bij lagere transparantie leidt stichter- of opvolgereigendom tot slechtere bedrijfsprestaties.



## Hoofdstuk 8

# EINDCONCLUSIES

In deze masterproef werd op zoek gegaan naar een antwoord op de centrale onderzoeksvraag die in Hoofdstuk 1 geformuleerd werd: **"Gebruiken stichters of opvolgers lagere transparantie om private controlevoordelen te verkrijgen in het nadeel van de minderheidsaandeelhouders?"** Om een correct beeld te schetsen van het onderzoeksdomein werd een uitgebreide literatuurstudie ondernomen met behulp van wetenschappelijke artikels en theoretische inzichten. Dit vormde de basis om in een volgend stadium een eigen empirisch onderzoek uit te voeren. Zo werden een aantal hypothesen gesteld die gezamenlijk – aan de hand van een steekproef van Belgische beursgenoteerde ondernemingen – een verklaring trachtten te bieden voor de verschillende elementen uit de centrale onderzoeksvraag. In dit hoofdstuk wordt een helder overzicht gegeven van de bevindingen uit zowel de literatuurstudie als het empirisch onderzoek.

In de literatuurstudie werd een onderscheid gemaakt op basis van de verschillende aspecten uit de onderzoeksvraag om een globaal beeld te schetsen van het te onderzoeken probleemgebied. In de eerste plaats werd de positie van stichters en opvolgers van naderbij bekeken. Zo wordt duidelijk dat het stichten van een onderneming een proces is dat verschillende stappen vergt om uiteindelijk tot een operationalisering van de activiteiten te komen. Eens dat proces voltooid is, is de rol van de stichter niet uitgewerkt maar kan hij op verschillende manieren invloed blijven uitoefenen op de organisatie (Nelson, 2007). Eén van die manieren die van belang is in deze verhandeling, bestaat uit de eigendomscontrole door de stichter waarbij hij aandelen van de onderneming aanhoudt. Daarnaast moet er een onderscheid gemaakt worden tussen een alleenstaande stichter en een familiestichter, waarbij die laatste rekening moet houden met de sociale context – de familie – bij de oprichting (Miller, Le

Britton-Miller & Lester, 2011). Dit heeft belangrijke implicaties op de wijze waarop de bedrijfsvoering wordt uitgeoefend (Anderson & Reeb, 2003; Schulze et al., 2001). Wanneer de stichter een gedeelte of zijn volledige eigendomsaandeel doorgeeft aan zijn opvolger, kunnen problemen als vriendjespolitiek en nepotisme opduiken die mogelijk een negatieve invloed hebben op de bedrijfsprestaties (Morck, Stangeland & Yeung, 2000; Schulze et al., 2001). Dit is echter geen unanieme bevinding, want andere onderzoeken hebben dan weer uitgewezen dat het tegenovergestelde waar is (McConaughy & Phillips, 1999).

Daarnaast werd er stilgestaan bij de eigendomsstructuur van bedrijven. Omdat het onderzoek toegespitst is op de specifieke situatie waarin stichters of opvolgers de positie van controlerende aandeelhouders innemen, is het noodzakelijk om een analyse te maken van de verdeling van het eigendom in ondernemingen. De eigendomsstructuur wordt in de eerste plaats gedetermineerd door een aantal krachten, waaruit conclusies m.b.t. de concentratie van het eigendom getrokken worden (Demsetz & Lehn, 1985).

Verder werd een overzicht gegeven van een aantal systemen van eigendomsverdeling. Het insidersysteem stelt dat er slechts enkele grote aandeelhouders zijn, terwijl het outsidersysteem inhoudt dat er vele kleine aandeelhouders zijn (Mayer, 1997). De factor wetgeving speelt een belangrijke rol om te bepalen of aandeelhouderschap meer verspreid of eerder geconcentreerd is. In insiderlanden blijven openbaarmakingsverplichtingen beperkt, terwijl in outsiderlanden wel strikte bepalingen zijn (Berndt, 2000).

Het aandeelhouderschap van ondernemingen kan evenwel aanzien worden als een multidimensioneel kader waarop verschillende factoren een effect hebben. Daartoe worden vier verschillende dimensies besproken. De eerste dimensie werd reeds aangekaart en is de concentratie van het eigendom. Daarnaast is de identiteit van de aandeelhouders een belangrijk aspect bij de verklaring van de eigendomsstructuur. Die identiteit kan vele vormen aannemen: fondsbeheerders, families, de overheid, bedrijfseigenaars etc. (Thomsen & Pedersen, 2003). Zij verschillen op heel wat vlakken van elkaar en dit beïnvloedt onder andere de wijze waarop ze hun eigendomsrechten uitoefenen. Een derde dimensie is de definiëring van het eigendomsbezit, waarbij een verdeling wordt gemaakt tussen directe en indirecte controle. Dit laatste houdt in dat de controle via diverse entiteiten uitgeoefend wordt, zoals piramidestructuren en cross holdings (Gross, 2007). Tot slot wordt de verdeling van de eigendomsrechten als dimensie aangehaald. Enerzijds bestaan er cash flow rechten die staan voor het recht op een gedeelte van de winst. Anderzijds zijn er controlerechten die de houders met een bepaalde inspraak in het beleid toevertrouwen. De verdeling van deze rechten heeft een

invloed op het gedrag van aandeelhouders en kan zich op diverse manieren voordoen (Edwards & Weichenrieder, 2009). Shleifer en Vishny (1997) argumenteren dan ook dat grote aandeelhouders vanuit hun positie private controlevoordelen kunnen nastreven ten koste van externe investeerders.

Dit laatste inzicht bracht ons tot de agency theorie, die in Hoofdstuk 4 besproken werd. Jensen en Meckling (1976) claimden dat een agency relatie problemen kon opleveren wanneer een agent, die een bepaalde dienst moest leveren, niet handelde in het belang van de opdrachtgever, de principaal. In het kader van deze masterproef betekende dit dat we de relatie moesten onderzoeken waarin de controlerende aandeelhouders (de stichters of opvolgers) de minderheidsaandeelhouders konden benadelen. Een grote concentratie van het eigendom vereist meer wettelijke bescherming voor minderheidsaandeelhouders (Shleifer & Vishny, 1997). Grote aandeelhouders vertegenwoordigen immers hun eigen belangen, en deze belangen komen vaak niet overeen met die van andere investeerders. Dit kan tot uitbuiting leiden wanneer hun controlerechten veel groter zijn dan hun cash flow rechten.

Transparantie speelt dan ook een belangrijke rol om de rechten van minderheidsaandeelhouders te beschermen (Anderson et al., 2008). Een hogere transparantie vergroot de kans dat externe investeerders mogelijke agency conflicten ontdekken. Analyst following, earnings management en dividenden kunnen informatiebronnen zijn om bevoordeling te ontdekken. Een laatste thema dat wordt aangesneden is socioemotional wealth. Dit is een mogelijke verklaring waarom familiebedrijven, en dus ook stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen, minder risico's willen nemen en vooral zelf de controle over een onderneming willen behouden. Deze bedrijven willen hun socioemotional wealth niet verliezen, waaronder de familie-identiteit, het voldoen aan de noden van de familie of het in stand houden van de familiedynastie in de onderneming behoren (Gómez-Mejía et al., 2007; Gómez-Mejía et al., 2011).

Op basis van de literatuurstudie werden vervolgens een aantal hypothesen geformuleerd die gezamenlijk een antwoord trachtten te geven op de centrale onderzoeksvraag. Als vertrekpunt werden een aantal gelijkaardige studies van naderbij bekeken, zoals Anderson en Reeb (2003) en Anderson et al. (2008). In deze studies werd eveneens de rol van stichters en opvolgers bekeken, en hun invloed op de transparantie en financiële prestaties van ondernemingen.

Het tweede onderdeel van deze masterproef bestond dan ook uit een empirisch onderzoek waarbij regressieanalyses uitgevoerd werden om de gestelde hypothesen te testen. Daartoe werd een steekproef van 86 Belgische beursgenoteerde ondernemingen



samengesteld. Van deze 86 ondernemingen werden er 13 uitsluitend door de stichter(s) en 27 enkel en alleen door één of meerdere opvolgers gecontroleerd. Daarenboven waren er nog eens 5 bedrijven die gezamenlijk gecontroleerd werden door de stichter(s) en de opvolger(s). De overige 40 bedrijven werden gecategoriseerd onder verspreide eigendom. Omdat de steekproef van relatief kleine omvang was, werd besloten om gegevens over een tijdsbestek van 5 jaar te verzamelen zodat 430 unieke waarnemingen bekomen werden. Er werd specifiek gekozen voor bedrijven die genoteerd zijn op Euronext Brussels, daar we uit de verhandeling van aandelen specifieke proxies voor transparantie konden afleiden. Vervolgens werd een definitie opgesteld om te komen tot stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen. Specifiek moest het element van controlerende aandeelhouder toegevoegd worden om de agency relatie met minderheidsaandeelhouders te weerspiegelen.

Het empirisch onderzoek werd in twee grote analyses opgedeeld. In het eerste onderdeel werd nagegaan of stichter- of opvolgercontrole een negatieve invloed heeft op de transparantie van ondernemingen. Die conclusie kan inderdaad kracht bijgezet worden en ligt in lijn met het onderzoek van Anderson et al. (2008). Op basis van de resultaten kan gesteld worden dat stichter- of opvolgergecontroleerde ondernemingen gemiddeld 5,69% minder transparant zijn dan ondernemingen met verspreid aandeelhouderschap. Hiermee werd één van de twee voornaamste hypothesen in deze masterproef beantwoord. Daarenboven werden nog een aantal factoren getest die eveneens een effect konden hebben op de transparantie. Zo werd gekeken naar de situatie waarin de stichter of opvolger tevens CEO van de onderneming is. Uit de resultaten kan afgeleid worden dat dit de transparantie van ondernemingen positief beïnvloedt. Een hogere mate van eigendomsconcentratie is dan weer negatief gerelateerd aan de transparantie. De laatste conclusie m.b.t. de transparantie stelt dat de bedrijfsgrootte een positieve invloed heeft.

In het tweede gedeelte werd onderzocht of stichter- of opvolgercontrole bijdraagt tot slechtere bedrijfsprestaties in het geval dat stichters of opvolgers lagere transparantie hanteren. Dit zou dan uiting moeten geven van de benadeling van minderheidsaandeelhouders. Dit verband kan echter niet bewezen worden, omdat er uitsluitend voor stichtergecontroleerde ondernemingen significante resultaten naar voren komen voor één enkele prestatie maatstaf (Tobin's Q).

Tot slot werd bij het uitvoeren van robuustheidstesten een positief effect gevonden van stichtercontrole op de bedrijfsprestaties, in omgevingen met lage transparantie. Dit kan een aanknopingspunt vormen voor toekomstig onderzoek naar een positieve rol van stichtercontrole.

## LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN

---

- Achleitner, A., Kaserer, C., Kauf, T. (2012). The dynamics of voting ownership in lone-founder, family-founder, and heir firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3, 79-96.
- Aghion, P., Bolton, P. (1992). An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. *Review Of Economic Studies*, 59, 473-494.
- Anderson, R.C., Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Anderson, R.C., Reeb, D.M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
- Anderson, R., Duru, A., Reeb, D. (2008). Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the U.S.. *Journal of Financial Economics*, 92, 205-222.
- Archambault, J.J., Archambault, M.E. (2003). A multinational test of determinants of corporate disclosure. *The International Journal of Accounting*, 38, 173-194.
- Baldrige, D.C., Schulze, W.S. (1999). Fairness In Family Firms: An Organizational Justice Perspective On Agency Problems. *Academy of Management Proceedings*, C1-C6.
- Barker, R.M. (2006). *Insiders, Outsiders, and Change in European Corporate Governance*. Opgevraagd op 5 februari, 2013, via <http://councilforeuropeanstudies.org/files/papers/Barker.pdf>.
- Barontini, R., Caprio, L. (2005). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12, 689-723.
- Bebchuk, L.A. (1999). A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control. Working Paper, Yale School of Management's Economics Research Network.
- Berle, A., Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. *Commerce Clearing House*, 426.
- Berndt, M. (2000). Global differences in corporate governance systems: theory and implications for reform. Discussion Paper 303, Harvard Law School.
- Block, J.H. (2012). R&D investments in family and founder firms: An agency perspective. *Journal of Business Venturing*, 27, 248-265.

Buchanan, B., Yang, T. (2005). The benefits and costs of controlling shareholders: the rise and fall of Parmalat. *Research in International Business and Finance*, 19, 27-52.

Chen, T., Dasgupta, S., & Yu, Y. (2010). Transparency and financing choices of family firms. Working Papers Series, Hong Kong University of Science and Technology.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L.H.P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H., & Lang, L.H.P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *The Journal of Finance*, 57, 2741-2771.

Commissie Corporate Governance (2012). Opgevraagd op 14 oktober, 2012, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/>.

Coucke, P. (1998). De controle op de grootaandeelhouder naar Belgisch en Frans recht. *Jura Falconis*, 2, 207-234.

Cuervo, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control. *Corporate Governance*, 10, 84-93.

Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law & Economics*, 26, 375-390.

Demsetz, H., Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1176.

Diamond, D., Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46, 1325-1360.

Donoher, W.J. (2009). Firm Founders, Boards, and Misleading Disclosures: An Examination of Relative Power and Control. *Journal of Managerial Issues*, 21, 309-326.

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

Edwards, J.S.S., Weichenrieder, A.J. (2009). Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 72, 489-508.

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

Faccio, M., Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.

Faccio, M., Lang, L.H.P., & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91, 54-78.

Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.

Fama, E.F., Jensen, M.C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 14, 101-119.

Franks, J., Mayer, C. (2001). The ownership and control of German corporations. *Review of Financial Studies*, 14, 943-977.

Gomes, A., Novaes, W. (1999). Multiple Large Shareholders in Corporate Governance. *Rodney L. White Center for Financial Research Working Papers*, 005-99, 1-58.

Gómez-Mejía, L.R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The Bind that Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms. *The Academy of Management Annals*, 5, 653-707.

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

Gross, K. (2007). *Equity Ownership and Performance: An Empirical Study of German Traded Companies*. Physica-Verlag, A Springer Company: Heidelberg.

Hannan, M.T., Freeman, J. (1989). *Organizational Ecology*. Cambridge: Harvard University Press.

IFERA (2003). Family Businesses Dominate. *Family Business Review*, 6, 235-240.

Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Keles, H.N., Özkan, T.K., & Bezirci, M. (2011). A Study on the Effects of Nepotism, Favoritism and Cronyism on Organizational Trust in the Auditing Process in Family Businesses in Turkey. *International Business & Economics Research Journal*, 10, 9-16.

- Kuo, Y., Hung, J. (2012). Family Control and Investment-Cash Flow Sensitivity: Moderating Effects of Excess Control Rights and Board Independence. *Corporate Governance: An International Review*, 20, 253-266.
- Lang, M.H., Lins, K.V., & Miller, D.P. (2004). Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least?. *Journal of Accounting Research*, 42, 589-623.
- Leech, D., Leahy, J. (1991). Ownership Structure, Control Type Classifications and The Performance of Large British Companies. *Economic Journal*, 101, 1418-1437.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P.D. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998), Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1152.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Matherne, B.P. (2009). Founder- and Heir-Controlled Firms: Is There a Connection Between Transparency and Performance?. *Academy of Management Perspectives*, 23, 97-98.
- Maury, B., Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1813-1834.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12, 321-341.
- Mayer, C. (1997). Corporate Governance, Competition, and Performance. *Journal of Law and Society*, 24, 152-176.
- McConaughy, D.L., Phillips, G.M. (1999). Founders versus Descendants: The Profitability, Efficiency, Growth Characteristics and Financing in Large, Public, Founding-Family-Controlled Firms. *Family Business Review*, 12, 123-132.
- Meek, G.K., Roberts, C.B., & Gray, S.J. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26, 555-572.

Miller D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H. (2011). Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics. *Journal of Management Studies*, 48, 1-25.

Mintzberg, H. (1973). *The Nature of Managerial Work*. New York: Harper & Row.

Mintzberg, H., Waters, J.A. (1982). Tracking Strategy in an Entrepreneurial Firm. *Academy of Management Journal*, 25, 465-499.

Modigliani, F., Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Morck, R., Stangeland, D.A., & Yeung, B. (2000). Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?. *Concentrated Corporate Ownership*, 319-372.

Nelson, T. (2003). The Persistence of Founder Influence: Management, Ownership, and Performance Effects at Initial Public Offering. *Strategic Management Journal*, 24, 707-724.

Nelson, T. (2007). The Role and Influence of Firm Founders. *Encyclopaedia of Executive Governance*, 1-6.

Pérez-González, F. (2006). Inherited control and firm performance. *The American Economic Review*, 96, 1559-1586.

Ponzo, M., Scoppa, V. (2010). The Use of Informal Networks in Italy: Efficiency or Favoritism?. *Journal of Socio-Economics*, 39, 89-99.

Renders, A., Vandenbogaerde, S., Verfaillie, S. (2008). Eigendomsstructuren en corporate governance: complementen of substituten?. *Accountancy en bedrijfskunde*, 7, 3-15.

Robbins, S.P. (2000). *The Essentials of Organizational Behavior*. New Jersey: Prentice-Hall.

Sarros, J.C., Cooper, B.K., & Santora, J.C. (2008). Building a climate for innovation through transformational leadership and organizational culture. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 15, 145-158.

- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., & Buchholtz, A.K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12, 99-116.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., & Dino, R.N. (2002). Altruism, Agency, and the Competitiveness of Family Firms. *Managerial & Decisions Economics*, 23, 247-259.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Singal, M., Singal, V. (2011). Concentrated Ownership And Firm Performance: Does Family Control Matter?. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 5, 373-396.
- Sraer, D., Thesmar, D. (2007). Performance and Behaviour of Family Firms: Evidence from The French Stock Market. *Journal of the European Economic Association*, 5, 709-751.
- Thomsen, S., Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689-705.
- Thomsen, S., Pedersen, T. (2003). Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity. *Journal of Management and Governance*, 7, 27-55.
- Villalonga, B., Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Villalonga, B., Amit, R. (2009). Family Control of Firms and Industries. *Financial Management*, 39, 863-904.
- Westhead, P., & Cowling, M. (1998). Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23, 31-56.
- Zender, J.F. (1991). Optimal Financial Instruments. *The Journal of Finance*, 46, 1645-1663.

## BIJLAGEN

### Bijlage 1

**Tabel 13: Stichters, opvolgers en transparantie bij aanpassing definitie stichter- of opvolgercontrole**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de transparantie van ondernemingen. De afhankelijke variabele TRANSPARANTIE omvat een samengestelde meting van de transparantie. STICHTEROFOPVOLGER, STICHTER en OPVOLGER zijn dummy variabelen die de waarde 1 aannemen als respectievelijk de stichter of opvolger de onderneming controleert, de stichter de onderneming controleert, of de opvolger de onderneming controleert (cfr. definitie stichter- en opvolgercontrole hoofdstuk 6), en de waarde 0 in de andere gevallen. EIGENDOM is het percentage van de totale aandelen dat in eigendom is van de hoofdaandeelhouder. CEO is een dummy variabele die de waarde 1 toegewezen krijgt wanneer de stichter of opvolger eveneens CEO is van de onderneming, en de waarde 0 in de andere gevallen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de rechterkolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%). Kolommen 1, 2, en 3 zijn de resultaten in het geval dat de stichter of opvolger meer dan 50% van de aandelen bezit.

	Transparantie					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	-1,104	-10,36**	-1,103	-10,36**	-1,098	-10,30**
STICHTEROFOPVOLGER	0,010	0,39				
STICHTER			-0,010	-0,30		
OPVOLGER					-0,017	-0,67
EIGENDOM	-0,241	-5,60**	-0,229	-6,07**	-0,222	-5,63**
CEO	0,053	3,09**	0,057	3,57**	0,060	3,58**
SCHULDGRAAD	-0,030	-0,67	-0,036	-0,79	-0,033	-0,74
BEDRIJFSGROOTTE	0,094	17,05**	0,094	17,03**	0,093	16,92**
GROEI	-0,003	-0,83	-0,003	-0,80	-0,003	-0,79
LEEFTIJD	-0,020	-2,99**	-0,021	-3,14**	-0,021	-3,19**
R <sup>2</sup>	0,502		0,502		0,503	



**Tabel 14: Invloed van stichter- en opvolgercontrole en transparantie op Tobin's Q bij aanpassing definitie stichter- of opvolgercontrole**

Deze tabel geeft de resultaten van de GLS-regressies weer met als afhankelijke variabele de Tobin's Q van ondernemingen. De afhankelijke variabele Tobin's Q is een proxy voor financiële prestaties. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM is het procentuele aandeel in het eigendom dat in handen is van de stichters- of opvolgersgroep. STICHTER of OPVOLGER EIGENDOM \* TRANSPARANTIE is de interactie van de 2 onafhankelijke variabelen. SCHULDGRAAD is het percentage lange termijn schulden ten opzichte van de totale activa. BEDRIJFSGROOTTE is het natuurlijk logaritme van de totale activa. GROEI is de procentuele verandering van de inkomsten in vergelijking met vorig jaar. LEEFTIJD is het natuurlijk logaritme van het aantal jaren dat de onderneming reeds actief is sinds de oprichting. De linkerkolom geeft de  $\beta$ -waarden weer van de onafhankelijke variabelen, de rechterkolom bestaat uit de t-tests. \*\* (\*) duidt op significantie 5% (10%). Kolommen 1, 2, en 3 zijn de resultaten in het geval dat de stichter of opvolger meer dan 50% van de aandelen bezit.

	TOBINS Q					
	Stichter- of opvolgereigendom vs Verspreide eigendom		Stichtereigendom vs Verspreide eigendom		Opvolgereigendom vs Verspreide eigendom	
	(1)		(2)		(3)	
Constante	3,679	4,46**	3,956	4,84**	3,852	4,65**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM	-0,054	-0,11				
STICHTER EIGENDOM			-1,906	-2,09**		
OPVOLGER EIGENDOM					0,419	0,77
TRANSPARANTIE	1,513	5,77**	1,454	5,85**	1,629	6,22**
STICHTEROFOPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE	0,824	0,87				
STICHTER EIGENDOM * TRANSPARANTIE			3,474	2,12**		
OPVOLGER EIGENDOM * TRANSPARANTIE					-0,304	-0,30
SCHULDGRAAD	-0,347	-1,70*	-0,369	-1,81*	-0,345	-1,69*
BEDRIJFSGROOTTE	-0,164	-3,62**	-0,172	-3,84**	-0,173	-3,78**
GROEI	0,014	1,31	0,012	1,10	0,014	1,28
LEEFTIJD	-0,005	-0,11	-0,015	-0,30	-0,022	-0,44
R <sup>2</sup>		0,212		0,216		0,198
VIF		3,52		5,45		3,22

## Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**Stichters, opvolgers en transparantie in de informatieverstopping.**

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

Jaar: **2013**

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,

**Vanderlinden, Dries**

Datum: **2/06/2013**