

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

Masterproef

Invloed van de Raad van Bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven

Promotor :
dr. Jolien HUYBRECHTS

Pieter Moermans

*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

Invloed van de Raad van Bestuur op het risicogedrag van
familliebedrijven

Promotor :
dr. Jolien HUYBRECHTS

Pieter Moermans

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

Woord vooraf

Deze masterproef is de voltooiing van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy en Financiering aan de Universiteit Hasselt. De uitvoering van deze masterproef was een harde noot om te kraken, maar ik ben overtuigd dat ik er erg veel van heb opgestoken. Tevens heeft het mijn doorzettingsvermogen naar een hoger niveau getild.

Deze masterproef was nooit tot stand kunnen komen zonder de hulp en steun van enkele mensen. Graag zou ik in de eerste plaats mijn promotor Dr. Jolien Huybrechts willen bedanken voor haar hulp bij mijn vele vragen. Ze was ten alle tijden beschikbaar en wist me steeds met veel gretigheid en vriendelijkheid te helpen en begeleiden.

Daarnaast wens ik mijn ouders te bedanken voor hun financiële steun tijdens mijn opleiding en hun duwtjes in mijn rug die mij in moeilijke tijden overeind hielden. Tot slot een speciaal dankwoord aan mijn kotgenoot en tevens vriendin Isabelle, die me elke dag opnieuw een hart onder de riem wist te steken en me zo keer op keer wist aan te moedigen om het beste van mezelf te geven.

Hasselt, mei 2013

Pieter Moermans

Samenvatting

Familiebedrijven zijn een heel belangrijk onderdeel van ons economisch systeem. In België is zo'n 77% van alle vennootschappen een familiebedrijf (Lambrecht en Molly, 2011). Dit resulteert in een aandeel van 45% in het totaal aantal werkplaatsen. Ook in de andere Europese landen nemen familiebedrijven een groot deel van de werkgelegenheid voor hun rekening. Vanwege hun essentiële rol in de economieën wereldwijd is het aangeraden dat wij het gedrag van familiebedrijven goed kunnen begrijpen. Meer bepaald zullen we daarom het effect van enkele karakteristieken van de raad van bestuur (grootte en onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit) op het risicogedrag van familiebedrijven onderzoeken. Deze relatie zou immers van groot belang kunnen zijn voor investeerders, kredietgevers, aandeelhouders en andere stakeholders. Onze centrale onderzoeksvraag luidt daarom als volgt:

“Welke karakteristieken van de raad van bestuur hebben invloed op het risicogedrag van Belgische familiebedrijven?”

Nadat de probleemstelling aan bod gekomen is, bespreken we in hoofdstuk twee het familiebedrijf. Academics hebben in de wetenschappelijke lectuur nog steeds geen eenduidige definitie van een familiebedrijf geformuleerd. Omdat de resultaten van empirische onderzoeken toch vergeleken kunnen worden, heeft de GEEF (European Group of Owner Management and Family Enterprises) een definitie vastgelegd die erkend is door de Europese Commissie. Verder hebben we in dit hoofdstuk aandacht voor de sterktes en zwaktes van familiebedrijven.

In hoofdstuk drie gaan we dieper in op het risicogedrag. Alvorens ons enkel toe te spitsen op familiebedrijven, zullen we eerst het verschil in risicogedrag bij familiebedrijven en niet-familiebedrijven onderzoeken. Wij focussen ons daarbij op drie types van risico, nl. venturing risk, performance hazard risk en financieel risico.

In hoofdstuk vier wordt de agency theorie besproken. We betwisten de zienswijze dat er binnen familiebedrijven minder agency conflicten zouden plaatsvinden vanwege de grote overlap tussen management en eigendom (Jensen en Meckling, 1976; Fama en Jensen, 1983). Bijgevolg beargumenteren we dit a.d.h.v. enkele moral hazards die optreden binnen familiebedrijven.

Hoofdstuk vijf heeft betrekking op de raad van bestuur. We bespreken de twee belangrijkste taken van de raad van bestuur binnen een familiebedrijf, nl. controle uitoefenen op het management en advies verlenen. Hierbij baseren we ons op de onderliggende theorieën (agency theorie, stewardship theorie,...). Vervolgens vatten we een literatuurstudie aan die de meest relevante onderzoeken, betreffende de invloed van de karakteristieken raad van bestuur (grootte en onafhankelijkheid van de raad en CEO-dualiteit) op het risicogedrag van familiebedrijven, bespreekt. Op basis hiervan ontwikkelen wij onze hypothesen aangaande de grootte en onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit.

Hoofdstuk zes betreft het empirisch onderzoek van deze masterproef. We weiden eerst uit over de gegevensverzameling, om vervolgens dieper in te gaan op onze afhankelijke en onafhankelijke

variabelen. Daarna zullen we met behulp van het softwareprogramma SPSS onze opgestelde hypothesen testen.

Tenslotte worden in hoofdstuk zeven onze conclusies geformuleerd. De conclusie is dat familiebedrijven minder venturing risk nemen dan niet-familiebedrijven. Voor onze drie karakteristieken van de raad van bestuur, nl. de grootte en onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit, werd er enkel voor de onafhankelijkheid van de raad een significante relatie gevonden ten opzichte van venturing risk (positief) en performance hazard (positief). Verder bespreken we in dit hoofdstuk nog de beperkingen van deze masterproef.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

| | | |
|------------|---|-----------|
| 1 | Probleemstelling | 1 |
| 1.1 | Duiding van het probleem | 1 |
| 1.2 | Centrale onderzoeksvraag | 2 |
| 1.3 | Deelvragen | 2 |
| 1.4 | Onderzoeksopzet | 3 |
| 1.5 | Grenzen onderzoeksgebied | 4 |
| 2 | Familiebedrijven | 5 |
| 2.1 | Economisch belang | 5 |
| 2.2 | Definitie | 6 |
| 2.3 | Sterkte-zwakteanalyse | 8 |
| 2.3.1 | Sterktes..... | 8 |
| 2.3.2 | Zwaktes..... | 9 |
| 3 | Risicogedrag bij familiebedrijven | 11 |
| 3.1 | Inleiding | 11 |
| 3.2 | Risicogedrag van familiebedrijven versus niet-familiebedrijven . | 11 |
| 3.3 | Factoren met mogelijke invloed op risicogedrag familiebedrijven | 13 |
| 3.3.1 | Familiebetrokkenheid | 14 |
| 3.3.2 | Bedrijfsomgeving | 14 |
| 3.3.3 | Doelen en gedrag van familieleden | 14 |
| 3.3.4 | Karakteristieken van de familiale manager..... | 15 |
| 3.3.5 | Bedrijfskarakteristieken..... | 15 |
| 3.4 | Besluit | 15 |
| 4 | Agency theorie en familiebedrijven | 17 |
| 4.1 | Inleiding | 17 |
| 4.2 | Controlemechanismen | 17 |
| 4.2.1 | Externe controlemechanismen | 17 |
| 4.2.2 | Intern controlemechanisme | 18 |
| 4.3 | Relatie agency theorie en venturing risk familiebedrijven | 20 |
| 4.4 | Relatie agency theorie en performance hazard risk familiebedrijven | 21 |
| 4.5 | Relatie agency theorie en financieel risico familiebedrijven | 21 |

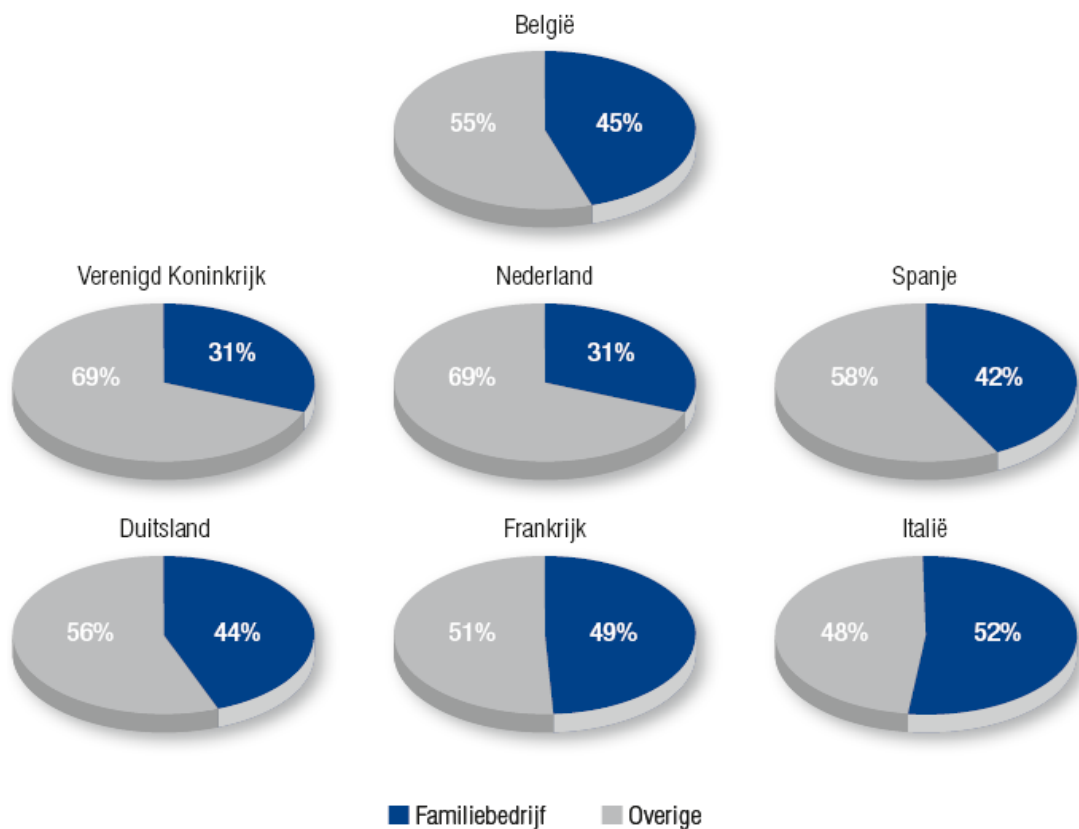
| | | |
|------------|--|-----------|
| 5 | De raad van bestuur | 23 |
| 5.1 | Definiëring | 23 |
| 5.2 | Samenstelling..... | 23 |
| 5.3 | Grootte van de raad van bestuur | 24 |
| 5.4 | Taken van de raad van bestuur in het familiebedrijf..... | 24 |
| 5.4.1 | Uitoefenen van controle | 24 |
| 5.4.2 | Het verlenen van advies..... | 24 |
| 5.4.3 | Concrete bevoegdheden | 26 |
| 5.4.4 | Actieve raad van bestuur? | 27 |
| 5.5 | Karakteristieken van de raad van bestuur met een mogelijke invloed op het risicogedrag van familiebedrijven | 27 |
| 5.5.1 | Literatuurstudie betreffende de grootte van de raad van bestuur | 27 |
| 5.5.1.1 | De invloed van de grootte van de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties..... | 28 |
| 5.5.1.2 | De invloed van de grootte van de raad van bestuur op het risicogedrag | 28 |
| 5.5.1.3 | De invloed van de grootte van de raad van bestuur bij familiebedrijven..... | 29 |
| 5.5.2 | Literatuurstudie betreffende de onafhankelijkheid van de raad van bestuur | 30 |
| 5.5.2.1 | De invloed van de samenstelling van de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties..... | 31 |
| 5.5.2.2 | De invloed van de samenstelling van de raad van bestuur op het risicogedrag | 31 |
| 5.5.2.3 | De invloed van de samenstelling van de raad van bestuur bij familiebedrijven..... | 32 |
| 5.5.3 | Literatuurstudie betreffende de CEO-dualiteit | 33 |
| 5.5.3.1 | De invloed van CEO-dualiteit op de bedrijfsprestaties | 34 |
| 5.5.3.2 | De invloed van CEO-dualiteit op het risicogedrag | 34 |
| 5.5.3.3 | De invloed van CEO-dualiteit bij familiebedrijven | 35 |
| 5.6 | Samenvatting van de hypotheses | 36 |
| 6 | Empirisch onderzoek | 39 |
| 6.1 | Gegevensverzameling..... | 39 |
| 6.2 | Variabelen | 40 |
| 6.2.1 | Afhankelijke variabele 'risicogedrag'..... | 40 |
| 6.2.1.1 | Venturing risk | 40 |
| 6.2.1.2 | Performance hazard risk | 40 |
| 6.2.1.3 | Financieel risico..... | 41 |
| 6.2.2 | Onafhankelijke variabelen | 41 |
| 6.2.2.1 | Grootte raad van bestuur | 41 |
| 6.2.2.2 | Onafhankelijkheid van de raad van bestuur..... | 41 |
| 6.2.2.3 | CEO-dualiteit | 43 |
| 6.2.3 | Controlevariabelen | 44 |
| 6.3 | Beschrijvende statistiek | 45 |
| 6.4 | Outliers | 48 |
| 6.5 | Assumpties regressieanalyse | 49 |
| 6.6 | Bespreking correlatietabellen..... | 52 |

| | |
|--|-----------|
| 6.7 Resultaten regressieanalyse..... | 54 |
| 6.7.1 Verschil risicogedrag van familiebedrijven vs. niet-familiebedrijven .. | 55 |
| 6.7.1.1 Venturing risk | 55 |
| 6.7.1.2 Performance hazard risk | 56 |
| 6.7.1.3 Financieel risico..... | 57 |
| 6.7.2 Invloed karakteristieke raad van bestuur op risicogedrag van familiebedrijven..... | 58 |
| 6.7.2.1 Resultaten betreffende venturing risk..... | 58 |
| 6.7.2.2 Resultaten betreffende performance hazard risk | 60 |
| 6.7.2.3 Resultaten betreffende financieel risico..... | 62 |
| 7 Conclusies | 65 |
| 7.1 Empirisch onderzoek | 65 |
| 7.2 Bijdrage aan de literatuur..... | 66 |
| 7.3 Praktische implicaties | 67 |
| 7.4 Beperkingen masterproef..... | 67 |
| Lijst met geraadpleegde werken..... | 69 |
| Lijst met figuren | 77 |
| Lijst met tabellen | 79 |

1 Probleemstelling

1.1 Duiding van het probleem

Familiebedrijven zijn de ruggengraat van ons economisch systeem. In België zou 77% van alle vennootschappen een familiebedrijf zijn (Lambrecht en Molly, 2011). Dit komt neer op ruwweg 123.000 familiale vennootschappen. In ons land zijn ze goed voor ongeveer 45% van het totaal aantal arbeidsplaatsen (zie figuur 1 voor Europees overzicht). Daarnaast dragen familiebedrijven in België tot een derde bij aan het bruto binnenlands product (bbp). Ook in alle andere landen ter wereld dragen ze een groot deel bij aan de welvaart. Omdat ze zo'n belangrijke plaats innemen in de economieën wereldwijd is het van essentieel belang dat wij het gedrag van familiebedrijven goed begrijpen. Wij zullen ons daarbij specifiek focussen op het risicogedrag.



Figuur 1: Aandeel familiebedrijven in de tewerkstelling in België en andere Europese landen

Bron: FBN International (2008)

Tot op heden is er al heel wat wetenschappelijk onderzoek gevoerd naar zowel de Raad van Bestuur als over het risicogedrag van familiebedrijven (Beatty en Zajac, 1994; Denis, Denis en Sarin, 1997). Maar er werd echter voor zover wij weten nog maar weinig onderzoek gewijd aan de invloed die de

karakteristieken van de raad van bestuur mogelijk hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. Omdat het essentieel is voor investeerders, kredietgevers en aandeelhouders een inzicht te krijgen in deze relatie, leek het me een geschikte kans om deze masterproef hierop toe te spitsen.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

De bedoeling van deze masterproef is te onderzoeken of bepaalde karakteristieken van de raad van bestuur een invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. We zullen ons daarbij beperken tot Belgische niet-beursgenoteerde familiebedrijven. De centrale onderzoeksvraag luidt dus als volgt:

"Welke karakteristieken van de raad van bestuur hebben invloed op het risicogedrag van Belgische niet-beursgenoteerde familiebedrijven?"

We zullen deze centrale onderzoeksvraag opsplitsen in meerdere deelvragen opdat we concrete antwoorden kunnen verschaffen op de ruime onderzoeksvraag.

1.3 Deelvragen

Eerst en vooral gaan we dieper in op enkele termen die van belang zijn voor het begrijpen van deze masterproef. Hierbij komen vervolgens aan bod:

- Familiebedrijven
- Risicogedrag
- Agency theorie
- Raad van bestuur

Daarna bespreken we de karakteristieken van de raad van bestuur die een mogelijke invloed zouden kunnen hebben op het risicogedrag van Belgische familiebedrijven. Mijn bedoeling is hier vooral de karakteristieken van de raad van bestuur die volgens wetenschappelijke literatuur een relevante invloed hebben op de bedrijfsprestaties te gebruiken om na te gaan of deze ook een invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. De reden waarom ik deze karakteristieken gebruik is omdat er op het gebied van de invloed van karakteristieken van de raad van bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven voor zover wij weten amper onderzoek gevoerd is. Maar de beschikbare literatuur, die vooral bestaat uit onderzoek bij banken, geeft ons toch het vermoeden dat bepaalde karakteristieken van de raad van bestuur (de grootte, onafhankelijkheid en CEO-dualiteit) ook een invloed hebben op het

risicogedrag bij familiebedrijven. Daarnaast is er wel al heel wat onderzoeksliteratuur verschenen over de invloed van variabelen zoals stichter-CEO-dualiteit, anciënniteit van de stichter, familie-eigendom en de controlegeneratie van de familie (Zahra, 2005; Wang en Poutziouris, 2010).

Onze centrale onderzoeksvraag wordt opgesplitst in vier deelvragen:

- Bestaat er een verschil in het risicogedrag van familiebedrijven en niet-familiebedrijven?
- Heeft de grootte van de raad van bestuur een invloed op het risicogedrag van familiebedrijven?
- Heeft de onafhankelijkheid van de raad van bestuur een invloed op het risicogedrag van familiebedrijven?
- Heeft CEO-dualiteit een invloed op het risicogedrag van familiebedrijven?

1.4 Onderzoekopzet

Deze masterproef kunnen we opsplitsen in twee grote delen. We zullen eerst enkele essentiële onderwerpen aanhalen die van belang zijn om de stof in deze masterproef goed te begrijpen. We bestuderen hierbij altijd de beschikbare wetenschappelijke literatuur betreffende elk onderwerp. In hoofdstuk twee bespreken we het familiebedrijf en trachten we een overzicht te geven van enkele populaire definities. We staan ook even stil bij de sterktes en zwaktes van familiebedrijven. Hoofdstuk drie gaat over het risicogedrag. Hier worden drie verschillende soorten van risicogedrag geïntroduceerd die relevant zijn voor deze masterproef. We bespreken eerst de reeds gepubliceerde literatuur die een verschil in risicogedrag tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven heeft vastgesteld, opdat we zelf hypothesen kunnen opstellen. Hierna focussen we op het risicogedrag van familiebedrijven, waar deze masterproef voornamelijk om draait. In hoofdstuk vier gaan we vervolgens dieper in op de agency theorie omdat deze van groot belang is bij het verschaffen van een grondig inzicht in het risicogedrag van familiebedrijven. De raad van bestuur behandelen we uitgebreid in hoofdstuk vijf. Er wordt daarbij vooral aandacht besteed aan de taken van de raad van bestuur binnen een familiebedrijf. In dit hoofdstuk vatten we ook een literatuurstudie aan betreffende de belangrijkste karakteristieken van de raad van bestuur die een invloed kunnen hebben op het risicogedrag van familiebedrijven en het is ook hier waar we onze hypothesen ontwikkelen. Deze hypothesen worden onderbouwd met argumenten uit de literatuur die we hebben doorgenomen.

Hierna komt het tweede deel van deze masterproef aan bod: het empirisch onderzoek. Met de data waarover we beschikken dankzij Bel-First zullen onze hypothesen getoetst worden d.m.v. statistische procedures. Vervolgens kunnen we onze conclusies trekken over het verschil in risicogedrag tussen familie- en niet-familiebedrijven en ook over welke karakteristieken van de raad van bestuur een welbepaalde invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven.

1.5 Grenzen onderzoeksgebied

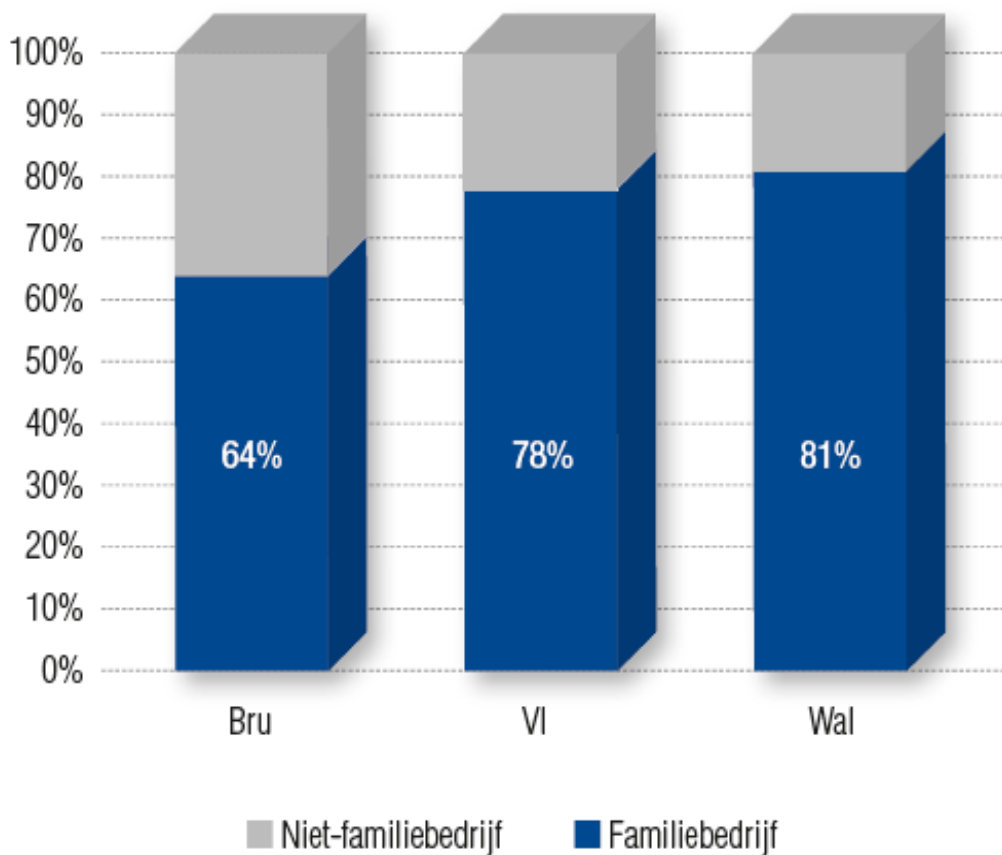
In deze masterproef gaan we ons enkel beperken tot de karakteristieken van de raad van bestuur die een mogelijke invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. We doen dit hier bewust omdat we een geheel vernieuwend onderzoek willen voeren. Zo zullen we hier niet verder ingaan op de relatie tussen het management en het risicogedrag, waarbij er volgens Gonzalez et al. (2012) en Le Breton-Miller et al. (2011) wordt beweerd dat meer familieleden in het management gepaard gaan met het nemen van minder risico. Een andere relatie die al vaak onderzocht is geweest, nl. het feit of een familiebedrijf dat nog geleid wordt door de stichter meer dan wel minder risico neemt, komt hier ook niet aan bod (Crocchi et al., 2011; Anderson et al., 2012; Gonzalez et al., 2012). Er zijn daarnaast nog tal van andere factoren (bedrijfskarakter, doelen en het gedrag van familieleden, de bedrijfsomgeving, familiebetrokkenheid) onderzocht met een mogelijke invloed op het risicogedrag van familiebedrijven. Om hiervan een goed overzicht te krijgen zullen we er later nog dieper op ingaan.

In het empirisch onderzoek beperken we ons enkel tot Belgische niet-beursgenoteerde bedrijven. Hierbij spitsen we ons natuurlijk toe op de familiebedrijven. Voor hypothesen 1,2 en 3 echter, waar we het verschil in risicogedrag tussen familie- en niet-familiebedrijven onderzoeken, gebruiken we ook een database met daarin niet-familiebedrijven.

2 Familiebedrijven

2.1 Economisch belang

Familiebedrijven nemen een belangrijke plaats in in onze economie. Figuur 2 geeft het aantal familiebedrijven weer in Vlaanderen, Wallonië en het Brussel Hoofdstedelijk Gewest. In het Vlaams en het Waals Gewest zijn ze verantwoordelijk voor bijna de helft van het bruto regionaal product (Lambrecht en Molly, 2011). Men vindt ze terug in alle sectoren, dus zowel in de industriële sector als in de dienstensector, groothandel of bouwnijverheid. Er zijn grote evenals kleine familiebedrijven. Bekende familiebedrijven zijn onder meer Colruyt, Delhaize, Jules Destrooper en Massive. Ook buiten België spelen familiebedrijven praktisch overal een essentiële economische rol.



Figuur 2: Percentage familiebedrijven in Vlaanderen, Wallonië en het Brussel Hoofdstedelijk Gewest

Bron: FBN International (2008)

Hierna zullen we een definitie definiëren van het familiebedrijf. Vooraleer we verder gaan met deze masterproef dient er immers duidelijk te worden gemaakt wat we juist onder een familiebedrijf verstaan. Ten slotte bespreken we nog de meest relevante sterktes en zwaktes van familiebedrijven.

2.2 Definitie

Een eenduidige definitie geven van een familiebedrijf is niet zo makkelijk (Westhead en Cowling, 1998). In wetenschappelijke literatuur worden tal van definities gegeven. Het is daarom niet evident te bepalen of een bedrijf als een familiebedrijf kan aanzien worden. De meeste definities zijn gebaseerd op een van deze criteria:

- Familie heeft meerderheid van de aandelen
- Familieleden in het management
- Betrokkenheid van de familie
- Zelfperceptie van de familie
- De aanwezigheid van een opvolger in de familie

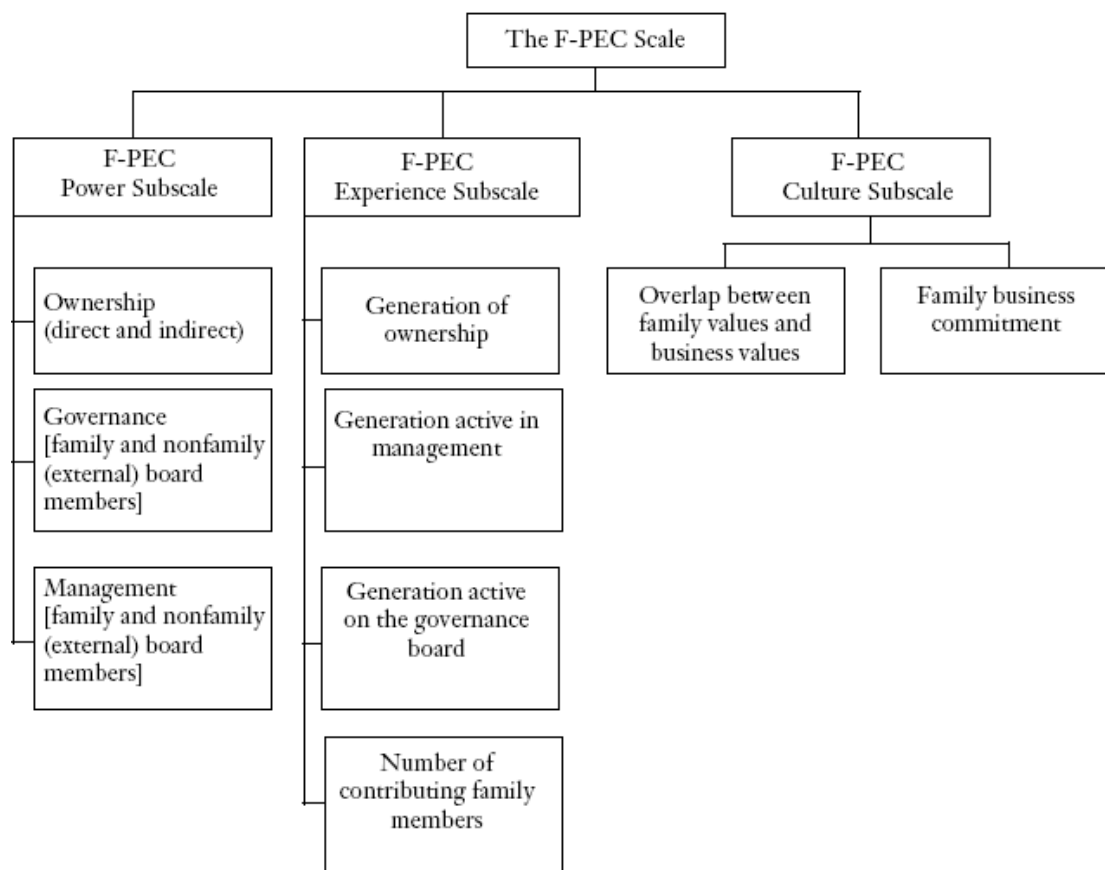
Westhead en Cowling (1997) geven de volgende definitie van een familiebedrijf: "A family company has more than 50% of voting shares owned by a single family group related by blood or marriage and the company is perceived to be a family business" (p. 9).

Een gelijkaardige definitie komt van Smyrnios, Romano en Tanewski (1997). Volgens hen moet een familiebedrijf minstens aan één van volgende criteria beantwoorden:

- Meer dan 50% van de aandelen is in handen van één familie
- Meer dan 50% van de aandelen is in handen van meer dan één familie
- Eén familie controleert effectief het bedrijf
- Een groot deel van het management komt uit dezelfde familie

De vorige twee definities (Westhead en Cowling, 1997; Smyrnios, Romano en Tanewski, 1997) zijn relatief makkelijk te meten. Maar er zijn ook theoretici die ervan overtuigd zijn dat men bij het definiëren van een familiebedrijf niet enkel moet kijken naar het aandelenpercentage dat in handen is van een familie, maar dat er ook rekening moet gehouden worden met de intenties van het bedrijf (Chua et al., 1999).

De belangrijkste theorie tot nog toe, die een oplossing zoekt naar de definiëring van het familiebedrijf is, die van Astrachan, Klein en Smyrnios (2002). Zij ontwikkelden de F-PEC schaal. Deze schaal bestaat uit drie dimensies, namelijk macht, ervaring en cultuur. De bedoeling is de familiale invloed na te gaan op basis van deze drie dimensies. Figuur 3 geeft een schematische weergave van de F-PEC schaal.



Figuur 3: De F-PEC schaal

Bron: Astrachan, Klein en Smyrniotis (2002)

De machtsdimensie meet de familiale eigendom, participatie in het management en de invloed op het bestuur. Concreet gebeurt dit door het meten van het aandelenpercentage dat in handen is van de familie of het aantal zetelende familieleden in de raad van bestuur.

De tweede dimensie is ervaring. Deze houdt rekening met de opvolging in het bedrijf. Ook kijkt men welke generatie van de familie aandelen heeft en dewelke in het bestuur zit. Daarnaast houdt men ook rekening met welke familiegeneratie er actief is in de raad van bestuur.

Tenslotte is er nog de cultuurdimensie die nagaat in welke mate de familiewaarden met de waarden van die van de onderneming overlappen.

We kunnen dus besluiten dat bijna elk wetenschappelijk onderzoek een andere definitie gebruikt van een familiebedrijf. Helaas maakt dit het niet makkelijk om verschillende onderzoeken met elkaar te vergelijken. Daarom heeft de GEEF (European Group of Owner Management and Family Enterprises) een definitie vastgesteld die erkend werd door de Europese Commissie. Een bedrijf, waarvan de meerderheid van het stemrecht op de algemene vergadering in bezit is van de oprichter of eigenaar en zijn familie, wordt als een familiebedrijf beschouwd. Indien het bedrijf beursgenoteerd is, volstaat het zelfs dat de familie 25% van de aandelen met stemrecht in zijn bezit heeft. Om van een familiebedrijf te kunnen spreken moet er tot slot ten minste één vertegenwoordiger van de familie actief zijn in het management

of bestuur van het bedrijf. In het empirisch gedeelte van deze masterproef zullen we dieper ingaan op de criteria die wij zullen hanteren om een bedrijf als familiebedrijf te aanzien.

2.3 Sterkte-zwakteanalyse

Familiebedrijven hebben zowel positieve als negatieve kenmerken. Een familiebedrijf bestaat eigenlijk uit twee systemen, nl. de familie en het bedrijf. De wisselwerking tussen deze twee systemen brengt positieve maar ook negatieve dingen teweeg. Vervolgens bespreken we daarom kort de sterktes en zwaktes van familiebedrijven.

2.3.1 Sterktes

- Deskundigheid familieleden

Familieleden beschikken over veel bedrijfsspecifieke kennis en ervaring omdat ze vaak al een lange tijd aanwezig zijn in het bedrijf. Ze zijn zeer goed op de hoogte over de werking van de interne bedrijfsprocessen (Anderson en Reeb, 2003).

- Een stabiele langetermijn cultuur

Door de vaak jarenlange betrokkenheid van de familieleden hebben familiebedrijven veelal een langetermijnvisie in tegenstelling tot niet-familiebedrijven, die vaak een kortetermijnvisie nastreven. Dit is typisch voor familiale aandeelhouders en geeft het bedrijf de kans zich te focussen op duurzaamheid en langetermijndoelen (Kets de Vries, 1993).

- Onafhankelijkheid en stabiliteit

Doordat de meeste familiebedrijven niet op de beurs genoteerd staan, behouden ze meestal de controle over het bedrijf. Deze onafhankelijkheid bevordert de langetermijnvisie en heeft stabiliteit als gevolg (Kets de Vries, 1993). Wij zullen ons in deze masterproef trouwens enkel beperken tot niet-beursgenoteerde familiebedrijven.

- Enthousiast, betrokken en loyaal personeel

Familieleden hebben een trots gevoel over hun bedrijf. Daardoor zijn zij zeer gemotiveerd en voelen zij zich zeer betrokken. Dit zal ook zijn uitwerking hebben op de overige personeelsleden die geen familiale band hebben met het bedrijf. Bijgevolg zullen dezen zich ook als een deel van de familie voelen (Kets de Vries, 1993).

2.3.2 Zwaktes

- Het nastreven van het eigenbelang door de familie

Familiale eigenaars hebben de neiging om private voordelen, zoals dividenden en overdreven vergoedingen, te onttrekken uit de onderneming (Villalonga en Amit, 2006). Hierdoor bestaat namelijk de mogelijkheid dat er agency conflicten ontstaan. In hoofdstuk vier gaan wij hier dieper op in.

- Modernisering

Familiebedrijven lopen het risico traditioneel te blijven en geen rekening te houden met de steeds maar veranderende omgeving. Doordat men geen innovatieve inspanningen verricht, wordt de continuïteit van het familiebedrijf in gevaar gebracht (Anderson en Reeb, 2003).

- Nepotisme

Hierbij gaat men bepaalde sleutelposities binnen het bedrijf toewijzen aan familieleden. Men gaat dus familieleden begunstigen door hen in een hoge functie te benoemen. Dit komt het algemeen belang van het familiebedrijf niet ten goede, omdat hierdoor vaak incompetenten bestuurders aan de macht komen i.p.v. bekwaame managers. Ook gaan andere werknemers minder gemotiveerd blijven, omdat zij weten dat promoties toch niet afhangen van de geleverde prestaties (Dyer, 2006).

- Het verkrijgen van kapitaal

De groei van familiebedrijven wordt vaak tegengegaan door het feit dat familiebedrijven niet geneigd zijn om vreemd vermogen aan te trekken. Hierover bestaat nochtans discussie, aangezien Gonzalez et al. (2012) stellen dat familiebedrijven enerzijds een lagere schuldgraad hebben, wat wijst op risicoavers gedrag, maar anderzijds een hogere schuldgraad, opdat de bezittende familie de controle over het familiebedrijf kan behouden.

3 Risicogedrag bij familiebedrijven

3.1 Inleiding

Risicogedrag is een centraal begrip in de bedrijfswereld. Zo gaat innoveren binnen een bedrijf steeds gepaard met onzekerheid en risico, aangezien men nooit zeker is wat de uitkomst gaat zijn van de innovatie. Het lanceren van een nieuw product is hier een goed voorbeeld van, want er bestaat nooit zekerheid dat het product zal slagen. Wereldwijd falen maar liefst 75% van de nieuwe producten. Als men als bedrijf in de toekomst wil blijven groeien en ernaar streeft winstgevend te blijven, zal men genoodzaakt zijn risico's te nemen (Zahra, 2005). Bedrijven zijn echter bereid deze risico's te nemen omdat het voor hen essentieel is te innoveren, opdat ze hun competitiviteit behouden.

In deze masterproef zullen wij drie soorten van risicogedrag nader bestuderen: venturing risk, performance hazard risk en financieel risico. De volgende sectie behandelt het verschil in risicogedrag tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Daarna geven we een overzicht van de factoren die volgens wetenschappelijk onderzoek een invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. Wij concluderen daarbij dat er op gebied van de raad van bestuur enkel nog maar onderzoek is gevoerd naar de invloed van de onafhankelijkheid van de raad op het risicogedrag van familiebedrijven. Andere karakteristieken van de raad van bestuur zijn, voor zover wij weten, nog niet onderzocht op een mogelijke invloed.

3.2 Risicogedrag van familiebedrijven versus niet-familiebedrijven

In het verleden heeft men al heel wat onderzoek gevoerd naar risicogedrag bij familiebedrijven. De meesten hiervan hebben aangetoond dat familiebedrijven meer risico-avers zijn dan niet-familiebedrijven (Naldi, Nordqvist, Sjoberg en Wicklund, 2007; Jones, Makri en Gomez-Mejia, 2008). Fama en Jensen (1983) stellen vast dat risicogedrag van familiebedrijven afhangt van de eigendomsstructuur. Hoe meer men bezit van het bedrijf, des te groter de risico-aversiteit en des te minder riskante investeringen. Risico-aversie binnen familiebedrijven kan deels verklaard worden door de agency theorie (zie hoofdstuk vier voor een uitgebreide bespreking van de agency theorie). Deze stelt dat wanneer rijkdom sterk geconcentreerd is binnen een bedrijf men vooral geneigd is minder risicovolle investeringen te doen, omdat het voortbestaan van het bedrijf van groot belang is (Fama en Jensen, 1983; Wright, Ferris, Sarin en Awasthi, 1996). Ook het model van Jensen en Meckling (1976) is gebaseerd op de agency theorie. Jensen en Meckling beweren dat het risicogedrag van bedrijven afhangt van de relatie tussen eigendom en management. Managers zullen minder risico nemen wanneer hun aandeel in het bedrijf stijgt (Denis, Denis en Sarin, 1997). De grootste oorzaak hiervoor is dat de manager veel van zijn eigen financiële middelen in het bedrijf heeft zitten. Dit heeft als gevolg dat wanneer het bedrijf in falings zou gaan een groot deel van zijn rijkdom verdwijnt (La porta et al., 1999; Naldi, Nordqvist, Sjoberg en Wicklund, 2007). In familiebedrijven is het namelijk vaak zo dat eigendom en management elkaar overlappen. Daarom wordt er verwacht dat familiebedrijven minder risico nemen dan niet-familiebedrijven, waar eigendom en management niet door dezelfde mensen worden ingevuld.

Zahra (2005) heeft echter een tegenovergestelde zienswijze. Hij zegt dat bedrijven met een grote familiale eigendom de neiging hebben om meer risico te nemen, omdat deze dan competitieve voordelen hebben ten opzichte van andere bedrijven.

Andere auteurs vermelden dat familiebedrijven niet enkel bezig zijn met hun 'financial returns', maar ook met het behoud van hun 'socioemotional wealth' (Gomez-Mejia et al., 2007; Huybrechts et al., 2012). Deze term verwijst naar de niet-financiële behoeften van een familiebedrijf. De mogelijkheid om gezag uit te oefenen is hier een voorbeeld van (Schulze, Lubatkin en Dino, 2003). Ook het behoud van de familiewaarden en dynastie (Handler, 1990; Casson, 1999) en de mogelijkheid onbaatzuchtig te zijn t.o.v. andere familieleden behoren tot de 'socioemotional wealth'. Gomez-Mejia, Takacs Haynes, Nunez-Nickel, Jacobsen en Moyano-Fuentes (2007) kwamen tot de conclusie dat familiebedrijven, in ruil voor het behoud van de controle over het bedrijf, bereid zijn om daarvoor in de plaats een groot risico op vlak van bedrijfsprestaties te lopen. Dit soort van risico, dat *performance hazard risk* wordt genoemd door Gomez-Mejia et al. (2007), houdt in dat familiebedrijven bereid zijn lagere winstcijfers voor te leggen in ruil voor het behoud van controle. Performance hazard risico houdt de kans op mislukking in van een genomen beslissing (March en sapira, 1987). Dit risico is op te splitsen in enerzijds de kans op organisationele falen en anderzijds de mogelijkheid op lagere bedrijfsprestaties, die onder de vooropgestelde doelstelling vallen. Daarnaast zullen familiebedrijven ook trachten minder *venturing risk* te nemen, zodanig dat de variabiliteit van de bedrijfsresultaten lager ligt. Venturing risk is immers het risico dat door bedrijven wordt genomen opdat ze hun bedrijfsprestaties kunnen verhogen. Bedrijven ambiëren geen status-quo maar streven er steeds naar hun actuele toestand te verbeteren. Daarom gaan zij op zoek naar opportuniteiten zoals nieuwe producten en technologieën. Deze acties kunnen de bedrijfsprestaties doen stijgen, maar verhogen ook de kans op onverwachte resultaten en varianties in de prestaties (Wiseman en Bromily, 1996; Gomez-Mejia, Takacs Haynes, Nunez-Nickel, Jacobsen en Moyano-Fuentes, 2007). Familiebedrijven zullen dus op hetzelfde moment zowel risico-bereid als risico-avers zijn.

Er bestaat dus heel wat onenigheid over het risicogedrag van familiebedrijven. De meeste wetenschappelijke onderzoeken toonden aan dat familiebedrijven in het algemeen meer risico-avers zijn dan niet-familiebedrijven (Naldi, Nordqvist, Sjoberg en Wicklund, 2007; Jones, Makri en Gomez-Mejia, 2008). Anderen vinden deze onderzoeken te kort door de bocht en stellen dat eigenaars van familiebedrijven niet enkel bezig zijn met winst behalen maar ook met hun 'socioemotional wealth'. Zo stelt Huybrechts et al. (2012) dat familiebedrijven minder entrepreneurial risk (ondernemersrisico) nemen om zo hun 'socioemotional wealth' te behouden. Volgens Gomez-Mejia, Takacs Haynes, Nunez-Nickel, Jacobsen en Moyano-Fuentes (2007) gaan familiebedrijven meer performance hazard risk aanvaarden om zo hun 'socioemotional wealth' dan weer te vrijwaren, maar gaan ze tegelijkertijd ook minder venturing risk nemen zodat de variabiliteit in de bedrijfsprestaties afneemt. Daarom luiden onze eerste hypothesen als volgt:

Hypothese 1: Familiebedrijven nemen minder venturing risk dan niet-familiebedrijven.

Hypothese 2: Familiebedrijven aanvaarden meer performance hazard risk dan niet-familiebedrijven.

Gonzalez et al. (2012) delen de zienswijze van Gomez-Mejia et al. (2007). Volgens hen zijn familiebedrijven zowel risico-bereid, wat af te leiden valt uit het feit dat familiebedrijven een hogere schuldgraad verkiezen opdat ze de controle over hun bedrijf behouden, als risico-avers vanwege hun lagere schuldgraad. De schuldgraad van een onderneming is immers een ruwe indicator van het financieel risico (Ooghe en Van Wymeersch, 2000). Zo gaat een hoge schuldgraad hand in hand met hoge financiële kosten, die in vergelijking met dividenden steeds betaald moeten worden. Als men kiest voor een lage schuldgraad heeft men geen last van deze kosten, maar zal men het bedrijf op een andere manier moeten financieren. Vaak zal dit dan moeten gebeuren a.d.h.v. een kapitaalsverhoging waarbij men nieuwe aandelen uitgeeft. De bestaande aandeelhouders, in dit geval de bezittende familie, zal daardoor zijn eigen aandeel zien verwateren en hierdoor het risico lopen de absolute meerderheid en vervolgens de controle over het familiebedrijf te verliezen.

Hiernaast kan ook de relatie tussen het familiebedrijf en de kredietverstrekkers een rol spelen. Vanwege de langetermijnvisie van familiebedrijven zullen kredietverleners immers een lagere interest vragen op het verschaft kapitaal, waardoor familiebedrijven meer financieel risico kunnen nemen (Anderson et al., 2003). Wij verwachten echter dat familiebedrijven een hogere schuldgraad verkiezen boven een kapitaalsverhoging, omdat men dan de controle over het familiebedrijf bewaart (Cespedes, Gonzalez en Molina, 2010). Daarom luidt onze volgende hypothese als volgt:

Hypothese 3: Familiebedrijven nemen meer financieel risico dan niet-familiebedrijven.

3.3 Factoren met mogelijke invloed op risicogedrag familiebedrijven

Zoals al eerder vermeld, is de aandacht sinds twee decennia toegespitst op het risicogedrag van familiebedrijven. Hierbij zijn er heel wat factoren ontdekt die een mogelijke invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. Hiebl (2012) deelt deze factoren in vijf groepen in: familiebetrokkenheid, bedrijfsomgeving, doelen en gedrag van familieleden, karakteristieken van de familiale manager en bedrijfskarakteristieken.

De wetenschappelijke onderzoeken die hieronder aan bod komen hebben betrekking op venturing risk en financieel risico. Zij worden gemeten a.d.h.v. proxies zoals de investeringen in onderzoek en ontwikkeling, de volatiliteit in de aandelenprijs, de standaarddeviatie van de ROA en de schuldgraad. Onze derde categorie van risicogedrag, performance hazard risk, werd enkel nog maar bestudeerd door Gomez-Mejia et al. (2007).

3.3.1 Familiebetrokkenheid

Familiebetrokkenheid is de meest bestudeerde factor met een mogelijke invloed op venturing risk, maar de resultaten zijn vaak zeer tegenstrijdig. Zo constateerden Memili et al. (2011), Le Bretton-Miller et al. (2011) en Anderson et al. (2012) dat de *betrokkenheid van meerdere familiegeneraties* gepaard gaat met minder venturing risk. Een mogelijke uitleg is dat men in deze bedrijven meer bezig is met het veiligstellen van de opvolging. Zahra (2005) en Casillas et al. (2010, 2011) beweren echter juist het omgekeerde, nl. dat de aanwezigheid van meer dan één familiegeneratie het nemen van venturing risk bevordert. Jongere generaties hebben immers vaker innovatieve, maar meer risicovolle ideeën.

Ook andere factoren die venturing risk beïnvloeden zoals *het aandelenpercentage van de familie, de generatie van het familiebedrijf en het feit of de onderneming geleid wordt door de oprichter* vertonen tegensprekende resultaten. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat het feit indien het familiebedrijf al dan niet beursgenoteerd is alsook de grootte van het familiebedrijf een modererende rol speelt.

De *aanwezigheid van niet-familiale managers, bestuurders en aandeelhouders* (institutionele beleggers) geven tot slot geen tegengestelde resultaten. Niet-familiale managers en bestuurders hebben een positief effect op venturing risk bij familiebedrijven (Casillas et al., 2011; Gonzalez et al., 2012; Su en Lee, 2012). Zij hebben immers meer ervaring en algemene kennis, wat een positieve invloed heeft op venturing risk (Stanley, 2010). Ook grote niet-familiale aandeelhouders zorgen voor het nemen van meer venturing risk aangezien zij zich vooral focussen op het behalen van hoge bedrijfsresultaten (George et al., 2005).

3.3.2 Bedrijfsomgeving

Ook de bedrijfsomgeving heeft volgens sommigen een invloed op het risicogedrag. Volgens Bianco et al., (2012) gaan familiebedrijven in *onzekere tijden* geneigd zijn minder venturing risk nemen. Dit wordt echter tegengesproken door Casillas et al. (2010). Zij komen namelijk tot de bevinding dat familiebedrijven juist wel bereid zijn meer venturing risk te nemen om zich zo te beschermen tegen bijvoorbeeld een vijandige overname.

3.3.3 Doelen en gedrag van familieleden

Familieleden die vooral bezig zijn met hun eigenbelang streven ernaar dat het familiebedrijf niet te veel venturing risk neemt, opdat hun regelmatige dividendbetalingen niet in het gedrang zullen komen (Le Breton-Miller et al., 2011). Maar zij komen ook tot de bevinding dat wanneer familieleden een langetermijnvisie voor ogen hebben, zij bereid zijn meer venturing risk te nemen.

3.3.4 Karakteristieken van de familiale manager

Xiao et al. (2001) en Wang en Poutziouris (2010) vonden dat een *familiemanager met een hogere leeftijd in een familiebedrijf* leidt tot risico-avers gedrag op gebied van het nemen van venturing risk. De meest logische verklaring die hiervoor gegeven wordt is dat deze managers op hun oude dag niet meer hun zuur verdiende centen willen kwijtspelen. Over het effect van *de anciënniteit van de familiemanager* is men het niet helemaal met elkaar eens. Zahra (2005) zegt dat managers met een hoge anciënniteit minder venturing risk nemen. Dit in tegenstelling tot Wang en Poutziouris (2010), die beweren dat een *hoge sectoranciënniteit van de familiemanager* samengaat met het nemen van meer venturing risk, aangezien hij meer kennis heeft van de sector. Een laatste interessante opvatting betreffende de familiale manager is dat *vrouwen minder venturing risk nemen dan mannen* (Welsch en Zellweger, 2010).

3.3.5 Bedrijfskarakteristieken

De laatste groep factoren heeft betrekking op het bedrijf zelf. Grote bedrijven zouden meer venturing risk nemen (Xiao et al., 2001; Casillas et al., 2010,2011; Gonzalez et al., 2012). Welsch en Zellweger (2010) komen dan weer tot het tegenovergestelde besluit. Waar wel consensus over bestaat is dat familiebedrijven, die behoren tot een grotere groep, geneigd zijn meer financieel risico te nemen. Dit resulteert in een hogere schuldgraad (Bianco et al., 2012).

3.4 Besluit

De meeste onderzoeken die het risicogedrag van familiebedrijven als onderwerp hebben, besteden vooral aandacht aan venturing risk. Wij willen echter ook dieper ingaan op twee andere soorten van risico, nl. performance hazard risk en financieel risico, die in de onderzoeken van Gomez-Mejia et al. (2007) en Gonzalez et al. (2012) reeds aan bod kwamen. We zullen voornamelijk onontgonnen terrein betreden wanneer we de invloed van de grootte, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de CEO-dualiteit op het risicogedrag (venturing risk, performance hazard risk en financieel risico) van familiebedrijven onderzoeken. Zo kunnen we tot slot aan de lijst van Hiebl (2012) een zesde groep toevoegen, die het risicogedrag mogelijk beïnvloedt: karakteristieken van de raad van bestuur.

4 Agency theorie en familiebedrijven

In dit hoofdstuk benaderen we de agency theorie. Volgens sommigen wordt gedacht dat er binnen familiebedrijven minder agency conflicten optreden, omdat in dit soort bedrijven eigendom en management elkaar overlappen (Jensen en Meckling, 1976; Fama en Jensen, 1983). Anderen beweren dan weer precies het omgekeerde, namelijk dat in familiebedrijven de agency kosten hoger zullen zijn (Schulze, Lubatkin, Dino en Buchholtz, 2001; Schulze, Lubatkin en Dino, 2003; Lubatkin, Schulze, Ling en Dino, 2005). Wij gaan uit van de tweede visie, namelijk dat er binnen een familiebedrijf agency conflicten optreden (zie verder) vanwege de grote overlap tussen eigendom en management, die vervolgens agency kosten met zich meebrengt.

4.1 Inleiding

De agency theorie is een wijdverspreide theorie die zich bezighoudt met agency problemen. Dit zijn potentiële belangenconflicten tussen de opdrachtgever en opdrachtnemer, die ook wel de principaal en agent worden genoemd. De opdrachtnemer streeft immers andere belangen na dan zijn opdrachtgever. Een duidelijk voorbeeld van deze principaal-agentproblematiek vindt men terug in de bedrijfswereld, namelijk de relatie tussen de aandeelhouders en managers. Jensen en Meckling (1976) definiëren de agency relatie als volgt: "a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent" (p. 308). Men veronderstelt dat mensen van nature uit eigenbelang nastreven, dus ook managers. Managers zullen daarom niet steeds handelen in het belang van de aandeelhouders, maar eerder hun eigen persoonlijke doelstellingen vooropstellen. Aandeelhouders hechten daarentegen een zeer groot belang aan waardemaximalisatie. Dit strookt helaas vaak niet met de ambities van de manager, die immers andere belangen nastreeft (Eisenhardt, 1989).

4.2 Controlemechanismen

Om de agency problemen binnen een familiebedrijf te verminderen kan men gebruik maken van enerzijds externe en anderzijds interne controlemechanismen.

4.2.1 Externe controlemechanismen

Een vaak gebruikte werkwijze om de doelen van de principaal (=aandeelhouders) en de agent (=manager) op elkaar af te stemmen, is het hanteren van contracten. Deze contracten geven de manager een incentive om niet meer enkel zijn eigenbelang na te streven. We kunnen een onderscheid maken tussen outcome-based contracten en behavioral-based contracten. Bij een outcome-based contract is de vergoeding van de manager afhankelijk van de prestaties van het bedrijf, terwijl een

behavioral-based contract zich meer op een inspanningsverbintenis baseert. Een andere manier om de belangen van de manager en aandeelhouders op één lijn te plaatsen, bestaat eruit aandelenopties toe te kennen aan de manager. Hierdoor zal de manager immers de drijfveer hebben bedrijfsbeslissingen te nemen, die een positieve invloed hebben op de aandeelwaarde van het bedrijf (Eisenhardt, 1989).

Sommige theoretici beweren evenwel dat deze 'pay incentives' binnen familiebedrijven enkel een positieve invloed hebben op de bedrijfsprestaties wanneer niet-familiale managers de leiding over het bedrijf hebben. Familiale managers echter, die vaak eigenaar zijn van het bedrijf, hebben een groot deel van hun welvaart in het bedrijf zitten en het spreekt daarom voor zich dat hier geen 'pay incentives' nodig zijn, omdat hun belangen dezelfde zijn als die van de eigenaars (Jensen en Meckling, 1976). Anderen spreken dit dan weer tegen door zich te baseren op het altruïsme. Zij stellen dat familiale ouders/managers bezig zijn met hun eigenbelang en daarom de kinderen overdreven zullen belonen met een vaste werkplaats, privileges en geschenken ter compensatie van de grote afwezigheid tijdens hun jeugd (Kets De Vries, 1993; Gersick et al., 1997). Dit probleem doet zich vooral voor in familiebedrijven, omdat in dit soort bedrijven de bezittende managers grote controle hebben over de bedrijfsmiddelen. Een oplossing die hiervoor gegeven wordt, is dat een deel van het loon van de familiale manager toch afhankelijk moet gemaakt worden van de bedrijfsprestaties (Anderson en Reeb, 2003). Hierdoor zal het altruïstisch gedrag van de ouders verminderen en het free-ridergedrag van familiale managers terugdringen (Chami en Fullenkamp, 1997).

Een ander extern controlemechanisme dat ervoor zorgt dat managers niet hun eigen doelen nastreven maar die van de aandeelhouders, is de overnamemarkt. Bijgevolg zullen managers de waarde van de onderneming op een hoog niveau proberen te houden, omdat anders de dreiging bestaat dat de onderneming overgenomen wordt, vanwege de lage actuele waarde. Managers zien dit natuurlijk niet graag gebeuren, omdat de overnemers geneigd zullen zijn te kiezen voor een ander management als de overname deels te wijten is aan de zwakke prestaties van het vorig management. Het management probeert daarom de waarde van het bedrijf zo hoog mogelijk op te krikken (Dennis en McConnell, 2003). Een strenge wetgeving is tevens een belangrijk extern controlemechanisme (La porta et al., 2000). In landen die de rechten van minderheidsaandeelhouders goed beschermen, worden het management en de controlerende aandeelhouders moeilijker gemaakt rijkdom uit het bedrijf te onttrekken ten nadele van de minderheidsaandeelhouders.

Een laatste extern controlemechanisme is de proxy fight. Dit treedt op wanneer enkele minderheidsaandeelhouders hun stemrechten samenbrengen, om zo een bepaalde macht uit te oefenen in het bedrijf. Op deze manier kan men bijvoorbeeld beslissen een bestuurder te vervangen, die beslissingen nam in het nadeel van de minderheidsaandeelhouders (Hart, 2005).

4.2.2 Intern controlemechanisme

Een belangrijk intern controlemechanisme is *de raad van bestuur*. Zij heeft als taak controle uit te oefenen op het management en hierdoor agency problemen te beletten. Deze agency problemen betreffen niet enkel de relaties tussen de principaal en de agent, maar evenwel tussen de principalen onderling. De eerste categorie van agency problemen komt echter minder voor binnen familiebedrijven,

omdat eigendom en management elkaar zeer vaak overlappen. Dit in tegenstelling tot de principaal-principaal agency problemen, die frequent aanwezig zijn in familiebedrijven.

In familiebedrijven nemen agency problemen vier verschillende vormen aan. We kunnen hierbij een onderscheid maken tussen enerzijds moral hazards op economisch vlak en anderzijds moral hazards op niet-economisch vlak (Bammens, Voordeckers en Van Gils, 2010).

- *The family's economic self-interest*

De bezittende familie die meer dan 50% van de aandelen bezit, kan en heeft sterke incentives om private voordelen te onttrekken uit het familiebedrijf op kap van de minderheidsaandeelhouders (Villalonga en Amit, 2006). Vooral wanneer de bezittende familie een groot deel van de stemrechten bezit, bestaat het risico dat men via speciale dividenden en hoge compensaties waardevolle middelen uit de onderneming wegslurpt (Anderson en Reeb, 2004). Het is daarom van belang dat er in een raad van bestuur onafhankelijke leden zetelen, die toezicht houden op familiale beslissingen, opdat de belangen van de minderheidsaandeelhouders en kredietgevers beschermd worden (Chen en Hsu, 2009).

- *The family's non-economic self-interest*

Niet-familiale aandeelhouders lopen het risico dat de bezittende familie, die de meerderheid van de stemmen aanhoudt, zijn niet-economische belangen zal willen nastreven. In tegenstelling tot niet-familiebedrijven streven familiebedrijven immers niet altijd maximale winst na (Chrisman, Chua en Zahra, 2003), maar hechten zij ook groot belang aan het behoud van hun 'socioemotional wealth'. Voorbeelden hiervan zijn de instandhouding van het familiale karakter van de onderneming, de tewerkstelling van familieleden en de conservatie van familietradities (Gomez-Mejia et al., 2007; Voordeckers et al., 2007; Jones et al., 2008). Soms brengt dit geen economische inefficiënties met zich mee, maar wanneer dit wel het geval is, komt dit neer op agency kosten voor de niet-familiale stakeholders, zoals bijvoorbeeld investeerders en banken (Voordeckers en Steijvers, 2006; Steijvers, Voordeckers en Vanhoof, 2010). Niet-familiale aandeelhouders zullen er dus belang bij hebben dat er onafhankelijke bestuurders zetelen in de raad van bestuur, om zo hun financiële belangen te vrijwaren en het paternalisme te beperken (Chrisman et al., 2004).

- *The parents' altruism*

De vorige moral hazards vonden hun oorzaak in het feit dat de bezittende familie zijn eigenbelang nastreeft. Maar het is evengoed mogelijk dat deze eigenaars niet hun eigenbelang nastreven, maar voldoening proberen te verkrijgen door het bevoordelen van anderen (Heath, 2009). Ouderlijk altruïsme is hier een belangrijke toepassing van.

Voorbeelden van beslissingen gebaseerd op ouderlijk altruïsme zijn het opsplitsen van het familiebedrijf in departementen voor elk kind, het zomaar belonen van de kinderen ongeacht rekening te houden met de prestaties en het onnodig geven van buitensporige privileges (Schulze et al., 2001; Lubatkin et al., 2005). Deze toegevingen, hoe goed bedoeld ze ook zijn, brengen wel degelijk economische inefficiënties

teweeg. Vaak heeft het als gevolg dat de kinderen hun werk niet serieus nemen (free-riding) en hier tevens niet eens voor bestraft worden. Toch brengt altruïsme niet altijd negatieve gevolgen met zich mee. Indien het immers beperkt blijft, heeft het soms zelf een positief effect op het familiebedrijf (Lubatkin et al., 2005). Net als bij de vorige twee moral hazards is het de taak van de raad van bestuur te voorkomen dat familiale managers zich tot dit gedrag zouden wenden. Zij zullen erop toezien dat de familiale managers hun altruïstische impulsen in bedwang houden en dat de belangen van kredietverleners en investeerders beschermd worden (Chrisman et al., 2004).

- *Intrafamily divergence of interests*

Deze laatste moral hazard doet zich voor als er conflicten ontstaan binnen de familie zelf. Naarmate het familiebedrijf ouder wordt, zal ook het aandeelhouderschap versnipperen. Omdat de belangen van de verschillende familiale eigenaars zeer vaak verschillen, zo streeft iedereen er immers naar zijn eigen welvaart te maximaliseren, zal het noodzakelijk zijn dat de raad van bestuur de familiale managementbeslissingen controleert, om te verzekeren dat alles in het belang van het bedrijf gebeurt (Bammens en Voordeckers, 2009). Een voorbeeld van een discussie die vaak gevoerd wordt binnen familiebedrijven betreft de opvolging van de CEO. Deze keuze is vaak niet evident, omdat men moet kiezen tussen een persoon van de familie of een externe kandidaat. Het is daarbij steeds van groot belang dat men kiest voor de meest geschikte persoon, want er is al bewezen dat er een relatie bestaat tussen de bedrijfsresultaten en de opvolger van de CEO (Cucculelli en Micucci, 2008). Cucculelli en Micucci (2008) stelden vast dat wanneer de nieuwe CEO een persoon van buitenaf is, dit positieve gevolgen had voor de bedrijfsprestaties. Wanneer de opvolger daarentegen een familielid is, zal dit de bedrijfsprestaties niet ten goede komen. De reden die men hiervoor geeft, is dat een familielid die de CEO opvolgt minder hard zijn stempel zal drukken op het bedrijf en meer geneigd is het bedrijf passief te leiden met mogelijk minder venturing risk tot gevolg. Ook daarom is het van belang dat er onafhankelijke leden in de raad van bestuur zetelen, zodat niet alleen familieleden beslissen over de opvolging van de CEO.

4.3 Relatie agency theorie en venturing risk familiebedrijven

De agency theorie stelt dat het nemen van venturing risk binnen een bedrijf afhangt van de overlapping tussen eigendom en management (Jensen en Meckling, 1976; Fama en Jensen, 1983). Managers met een groot aandeelhouderschap in het bedrijf zullen minder venturing risk nemen, omdat zij veel te verliezen hebben bij risicovolle investeringen. Deze situatie zal ertoe leiden dat men conservatiever gedrag vertoont en risicovolle strategieën mijdt (Naldi, Nordqvist, Sjöberg en Wiklund, 2007). Vanwege het feit dat in familiebedrijven management en eigendom zeer vaak verweven zijn, valt te besluiten dat men geneigd is minder venturing risk te nemen dan bedrijven waar er niet zo'n grote overlapping tussen management en eigendom bestaat, zoals bij niet-familiebedrijven. Evenals onze hypothese in hoofdstuk drie al doet vermoeden, verwachten wij dus dat familiebedrijven minder risicoappetijt zullen hebben, op gebied van venturing risk, dan niet-familiebedrijven.

In het volgend hoofdstuk gaan we dieper in op de invloed die de raad van bestuur op venturing risk heeft, aangezien we nu op basis van de agency theorie weten dat deze een belangrijke rol speelt in het risicogedrag van familiebedrijven.

4.4 Relatie agency theorie en performance hazard risk familiebedrijven

Volgens de agency theorie gaan de familiale eigenaars hun belangen nastreven ten koste van de andere aandeelhouders. De familiale eigenaars hechten er groot belang aan hun 'socioemotional wealth' te behouden, en zijn daarvoor bereid performance hazard te aanvaarden (Gomez-Mejia et al., 2007). Wij onderzoeken in deze masterproef of bepaalde karakteristieken van de raad van bestuur een invloed hebben op het aanvaarden van performance hazard binnen familiebedrijven. Op basis van de agency theorie verwachten wij immers dat de raad van bestuur de bezittende familie controleert in zijn bezigheden.

4.5 Relatie agency theorie en financieel risico familiebedrijven

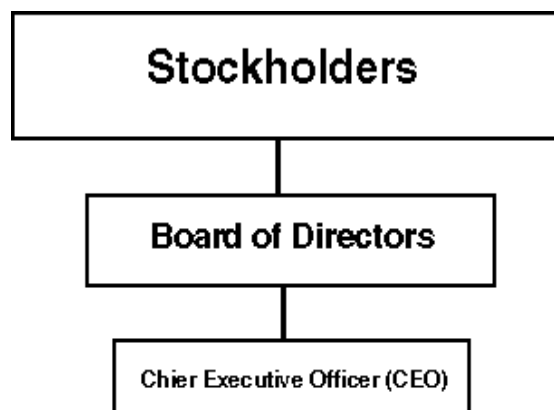
Tevens kunnen we het financieel risico van familiebedrijven verklaren op basis van de agency theorie. Zoals al eerder vermeld kunnen er agency problemen ontstaan binnen een familiebedrijf. Omdat familiale managers er vooral op uit zijn hun eigenbelang voorop te stellen, zullen investeerders en kredietverstrekkers als banken minder geneigd zijn te lenen aan familiebedrijven, vanwege de informatie-asymmetrie tussen beiden (Myers en majluf, 1984). Deze informatie-asymmetrie moedigt het management aan te handelen in hun voordeel en geen rekening te houden met de stakeholders (Donnelly en Mulcahy, 2008). Banken zullen door deze informatie-asymmetrie immers een hogere interest vragen, waardoor externe financiering voor familiebedrijven zeer duur wordt.

In het volgende hoofdstuk zullen we onderzoeken of bepaalde karakteristieken, zoals de grootte en onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit, een invloed hebben op het financieel risico bij familiebedrijven. Vorig onderzoek doet namelijk vermoeden dat de raad van bestuur voor een vermindering in de informatie-asymmetrie zorgt (Donnelly en Mulcahy, 2008).

5 De raad van bestuur

5.1 Definiëring

De raad van bestuur is het hoogst leidinggevende orgaan binnen de onderneming. Zij is verantwoordelijk voor de strategische leiding van het bedrijf. De Raad van bestuur wordt gekozen door de algemene vergadering en legt verantwoording af aan de aandeelhouders over het reilen en zeilen van de onderneming. Een andere taak van de raad van bestuur is aanduiden van het directiecomité en de CEO. Figuur 4 geeft een schematische weergave van wie door wie aangesteld wordt.



Figuur 4: Aanstelling organen

5.2 Samenstelling

De samenstelling van de raad van bestuur hangt af van de bestuursstructuur. We maken een onderscheid tussen het one-tier en het two-tier systeem.

Bij een one-tier of monistisch systeem zetelen er in de raad van bestuur zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders. De niet-uitvoerende bestuurders, zijn bestuurders die niet tot het management van het bedrijf behoren en evenmin tot de controlerende aandeelhouder. Zij zorgen voor een objectieve kijk op de onderneming, geven op onpartijdige wijze raad en brengen heel wat ervaring en kennisoverdracht bij (Commissie Corporate Governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen, 2009). Zij voeren dus beide hoofdtaken van een raad van bestuur uit, nl. het uitoefenen van controle en het verlenen van advies. Het is echter wel gevaarlijk om alle niet-uitvoerende bestuurders over dezelfde kam te scheren want er bestaan zowel afhankelijke als onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders.

In tegenstelling tot in België bestaat er in Nederland en Duitsland het two-tier of dualistisch systeem, dat beschikt over twee aparte raden. De ene bestaat dan uit uitvoerende bestuurders die het dagelijks beleid voeren, terwijl de andere raad is samengesteld uit enkel niet-uitvoerende bestuurders, die instaan voor het toezicht op het dagelijks bestuur.

5.3 Grootte van de raad van bestuur

In art. 518, §1 van het Wetboek van Vennootschappen vinden we terug dat een raad van bestuur van naamloze vennootschappen minstens drie bestuurders moet tellen. Er bestaat nochtans een uitzondering wanneer de vennootschap is opgericht door twee personen of wanneer men op een algemene vergadering vaststelt dat de vennootschap niet meer dan twee aandeelhouders heeft. Dan bestaat er immers de mogelijkheid de raad van bestuur uit twee leden te doen bestaan. Veel familiebedrijven zijn echter besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (bvba). Zij zijn daarom wettelijk niet verplicht een raad van bestuur te hebben.

5.4 Taken van de raad van bestuur in het familiebedrijf

De twee grote hoofdtaken van de raad van bestuur binnen een familiebedrijf zijn het uitoefenen van controle en het verlenen van advies. Beide taken steunen op diverse theorieën die wij hieronder zullen bespreken.

5.4.1 Uitoefenen van controle

De agency theorie stelt dat de raad van bestuur een intern controlemechanisme is, dat als taak heeft agency problemen te beperken en zo dus de conflicten tussen managers en aandeelhouders te beheersen. Volgens de theorie is het belangrijk dat de raad van bestuur zowel samengesteld is uit uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders. Onder niet-uitvoerende bestuurders, die ook afhankelijke bestuurders worden genoemd, verstaan we o.a. familieleden en (gepensioneerde) werknemers (zie 6.2.2.2 voor concrete definiëring). Externe bestuurders kunnen zowel leden zijn die een mogelijke band met het familiebedrijf hebben als onafhankelijke leden, d.i. hun enkele band met het bedrijf is dat ze lid zijn van de raad van bestuur (Daily et al., 2003). Deze onafhankelijke bestuurders houden toezicht en controleren de interne bestuurders of managers binnen het familiebedrijf, opdat er zich geen agency problemen voordoen tussen managers en eigenaars, hoofd- en minderheidsaandeelhouders, etc. (Eisenhardt, 1989).

5.4.2 Het verlenen van advies

Men kan drie belangrijke theorieën onderscheiden, die het verlenen van advies als hoofdtaak van een raad van bestuur aanzien. Deze zijn namelijk de stewardship theorie, de resource-based view (RBV) en de stakeholder theorie.

- Stewardship theorie

In tegenstelling tot de agency theorie die stelt dat managers enkel beslissingen nemen, die geleid worden door 'self-serving' gedrag (eigenbelang), veronderstelt de stewardship theorie dat managers wel degelijk pro-organisatieel gedrag vertonen (Davis et al., 1997). De manager verkiest dus het algemeen belang boven zijn eigenbelang. Bijgevolg zullen er geen conflicten ontstaan tussen de aandeelhouders en het management.

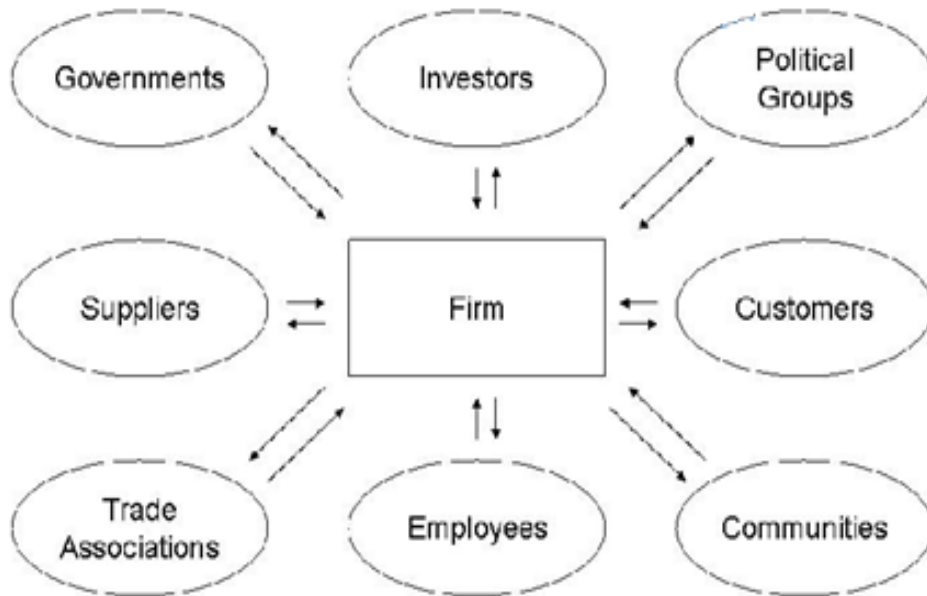
Deze theorie is zeer relevant voor familiebedrijven, aangezien hier vaak de managementfunctie door een familielid wordt uitgevoerd. Hierdoor zal hij geneigd zijn de waarden en doelen van het bedrijf na te streven (Miller en Le Briton-Miller, 2006). Volgens Arrègle, Hitt, Sirmon en Very (2007) streven familiale managers het beste na voor het familiebedrijf, omdat zij tot de voornaamste activa van de familie behoort.

- Resource-based view (RBV)

Volgens deze theorie is het de hoofdtaak van de raad van bestuur advies en expertise te leveren aan het management. Leden van de raad doen dit m.b.v. hun professionele competenties, vaardigheden en ervaring (Barney, 1991; Castanias en Helfat, 2001). Zij dragen ook kennis bij aan het management. Dit kan zowel bedrijfsspecifieke kennis (het begrijpen van interne bedrijfsprocessen) als algemene ondernemerskennis (werkervaring en universitaire training) zijn (Forbes en Milliken, 1999; Sirmon en Hitt, 2003). Familiale managers hebben vooral een voordeel betreffende de bedrijfsspecifieke kennis, aangezien zij al lang betrokken zijn bij het familiebedrijf (Dyer, 2006). Maar bij deze managers is de kans groter dat zij niet over de algemene ondernemerskennis beschikken, die nodig is om het bedrijf efficiënt te leiden (Anderson en Reeb, 2004). Daarom is het aangeraden onafhankelijke leden in een raad van bestuur te laten zetelen, die de nodige vaardigheden en ervaring van buitenaf hebben (Gabrielsson en Huse, 2005; Chen en Hsu, 2009).

- Stakeholder theorie

Volgens deze theorie is de hoofdtaak van de raad van bestuur het vermijden van zware conflicten tussen familiegroepen (Donaldson en Preston, 1995). Deze kunnen immers zware schade toebrengen aan het familiebedrijf (Kellermans en Eddleston, 2004). Onafhankelijke leden in de raad van bestuur hebben als taak te voorkomen dat conflicten niet escaleren en dat het algemeen belang nagestreefd wordt (Bammens et al., 2008). Er ontstaan trouwens niet alleen belangenconflicten tussen familiegroepen. Hiernaast zijn er nog heel wat groepen (zie figuur 5) binnen de maatschappij waarmee het familiebedrijf rekening moet houden. Het is ook hier de taak van de raad van bestuur de uiteenlopende belangen op elkaar af te stemmen.



Figuur 5: Stakeholder theorie

Bron: Donaldson et al. (2005)

5.4.3 Concrete bevoegdheden

Naast deze twee nogal abstracte taken, bepalen het Wetboek van Vennootschappen en de Code Buisse meer concreet de bevoegdheden van de raad van bestuur. Art. 521, §1 W.Venn. zegt namelijk dat de raad van bestuur bevoegd is om alle handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn tot verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behoudens die waarvoor volgens de wet alleen de algemene vergadering bevoegd is.

De Code Buisse uit 2005 stelt letterlijk volgende taken voorop:

- Het nemen van beslissingen inzake belangrijke en strategische zaken, zoals de goedkeuring van de strategie;
- Het erover waken dat het management en de aandeelhouders de initiatieven nemen die tot hun bevoegdheid behoren;
- De benoeming van de gedelegeerd bestuurder, het directiecomité en het management;
- Het geven van advies aan de gedelegeerd bestuurder, het directiecomité en het management;
- De financiële en de operationele controle, met inbegrip van de invoering en de bewaking van een intern controlesysteem;
- Het uitstippelen van de dividendpolitiek, die nadien ter goedkeuring aan de algemene vergadering wordt voorgelegd;

5.4.4 Actieve raad van bestuur?

Twijfelachtig is echter of de raad van bestuur de hiervoor beschreven taken wel degelijk uitvoert in een familiebedrijf. Uit de enquête van Lambrecht en Molly (2011) kwam immers de bevinding dat slechts 22% van de familiebedrijven een actieve raad van bestuur heeft, terwijl deze onmisbaar is voor een bedrijf, aangezien het alleen maar positieve gevolgen teweegbrengt. Dit cijfer is vrij dramatisch, indien we het vergelijken met dat van familiebedrijven, waar er in zo'n 62% van de gevallen een actieve raad van bestuur is. Het aantal bestuurders in een bedrijf zegt vaak al genoeg. In dezelfde enquête kwam ook aan het licht dat er in familiebedrijven gemiddeld 3,6 bestuurders zetelen in de raad van bestuur. Voor niet-familiebedrijven zijn dit vijf bestuurders. Wat het aantal externe bestuurders betreft, zetelen er gemiddeld 1,3 externen in een familiebedrijf en 4,5 in niet-familiebedrijven. Uit deze twee eigenschappen van de raad van bestuur kan men vaak al afleiden of we te maken hebben met een actieve raad van bestuur. Veel familiebedrijven hebben immers een raad van bestuur die drie leden telt. Dit is niet toevallig ook het wettelijke minimum aantal leden die een raad van bestuur moet tellen. Deze raden zijn vaak enkel en alleen opgericht om de wettelijke eisen te vervullen. Daarom spreekt men ook over de 'papieren' raad van bestuur. Deze raden van bestuur komen vooral voor in familiebedrijven die volledig in handen zijn van één eigenaar. Zo'n raad van bestuur houdt zich dan enkel bezig met het ondertekenen van de jaarstukken. De papieren raad van bestuur is echter niet de regel. Er zijn ook familiebedrijven waar er wel een actieve raad van bestuur is, die tevens externe leden heeft. Zij hebben meestal een objectievere kijk op het bedrijf, die de familiale ondernemer soms mist. In de volgende sectie bespreken wij de karakteristieken van de raad van bestuur, die een mogelijke invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven (Lambrecht en Molly, 2011).

5.5 Karakteristieken van de raad van bestuur met een mogelijke invloed op het risicogedrag van familiebedrijven

Hieronder zal ik drie karakteristieken van de raad van bestuur bespreken die een mogelijke invloed kunnen hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. Dit zijn namelijk de grootte van de raad van bestuur, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de CEO-dualiteit. Ons doel is een totaal vernieuwend onderzoek te voeren naar de rol van de raad van bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven.

5.5.1 Literatuurstudie betreffende de grootte van de raad van bestuur

Naar de invloed van de grootte van de raad van bestuur in bedrijven is al heel wat onderzoek gevoerd. Hier bespreken we specifiek de invloed van de grootte van de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties en het risicogedrag.

5.5.1.1 De invloed van de grootte van de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties

De invloed van de grootte van de raad van bestuur op de prestaties van bedrijven is in het verleden meermaals onderzocht. Toch is er nooit enig uitsluitsel gekomen over welke invloed de raad van bestuur nu wel degelijk heeft, omdat de relatie in heel wat empirische onderzoeken andere resultaten opleverden (Daily et al., 2003).

Yermack (2006) onderzocht de correlatie tussen de grootte van de raad van bestuur en bedrijfsprestaties d.m.v. Tobin's Q bij 452 Amerikaanse bedrijven over een tijdsspanne van zeven jaar. Hij kwam tot de conclusie dat er een significante relatie is tussen de grootte van de raad van bestuur en de bedrijfsprestatie, namelijk een *negatieve* correlatie. D.w.z. dat een kleine raad van bestuur bijdraagt tot hogere bedrijfsprestaties en vice versa. Een vaak gebruikte verklaring hiervoor is dat een kleine raad van bestuur het controleren van een bedrijf vergemakkelijkt. Jensen (1993) stelde dat als de raad van bestuur een groot aantal leden telt, dit gepaard gaat met een minder efficiënte controle van het management, vanwege de langere beslissingstermijnen. Volgens hem bestaat er een U-relatie, wat betekent dat er een optimaal aantal leden bestaat. Indien er meer leden in een raad zetelen dan dit optimaal punt, zal dit negatieve gevolgen voor de bedrijfsprestaties van de onderneming. Ook Lipton en Lorsch (1992) delen dezelfde mening. Een kleine raad is volgens hen beter in staat de belangen van de stakeholders te beschermen en de agency kosten tussen de leden van de raad van bestuur onderling te verlagen. In tegenstelling tot kleine raden is het voor grotere raden moeilijker vergaderingen te houden en snel tot een gezamenlijke beslissing te komen. Cheng et al. (2008) kwamen zelfs tot de bevinding dat een grote raad van bestuur niet enkel een negatieve invloed heeft op de bedrijfsprestaties, maar ook op het totale bedrag gespendeerd aan onderzoek, ontwikkeling en overnames.

Kiel en Nicholson (2003) vonden daarentegen in Australië een *positieve* correlatie tussen de grootte van de raad van bestuur en bedrijfsprestaties. Dit kan worden verklaard door de resource dependency theorie, die zegt dat een grote raad van bestuur meer toegang biedt tot contacten en middelen. Ook Dalton et al. (1999) en Van den Berghe en Levrau (2004) concludeerden dat er een positieve relatie bestaat tussen de grootte van de raad van bestuur en de prestaties. Met andere woorden: hoe groter de raad van bestuur, des te hoger de bedrijfsprestaties. Meer bestuurders zorgen er immers voor dat er meer kennis aanwezig is binnen het bedrijf, omdat zij vaak ook nog bestuurder zijn in een ander bedrijf en hierdoor de nodige expertise bezitten.

5.5.1.2 De invloed van de grootte van de raad van bestuur op het risicogedrag

Tot op heden is er, voor zover we weten, nog geen wetenschappelijk onderzoek gevoerd naar de invloed van de grootte van de raad van bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven. Het blijft dus een grote vraag of de grootte van de raad enige invloed heeft hierop.

Desalniettemin is toch heel wat empirisch onderzoek gedaan naar het risicogedrag van banken, en meer bepaald naar de invloed die de raad van bestuur uitoefent. Rachdi en Ben Ameur (2011) kwamen na een steekproef bij elf Tunesische banken tot de bevinding dat een bank met een kleine raad van bestuur meer risico neemt dan een bank met een grote raad. Blanchard en Dionne (2004) verklaarden dit door het feit dat een hoger aantal leden in de raad van bestuur het gebruik van gesofisticeerde hedging instrumenten, die het risico verminderen, bewerkstelligt. Een grote gediversifieerde raad van bestuur zorgt ervoor dat men beter het risico van bepaalde investeringsprojecten kan inschatten, wat een lager risico tot gevolg heeft. Wel moeten we benadrukken dat het hier specifiek om bankrisico gaat. De grootte van de raad van bestuur heeft een negatieve impact op het bankrisico, d.i. insolventie en kredietrisico. Dus hoe groter de raad van bestuur, des te lager het insolventierisico en het kredietrisico.

5.5.1.3 De invloed van de grootte van de raad van bestuur bij familiebedrijven

De resultaten die betrekking hebben op het risicogedrag van banken (zie eerder) zijn niet toepasbaar op familiebedrijven, omdat het hier enkel het krediet- en insolventierisico betreft die logischerwijze niet relevant zijn voor familiebedrijven. Op basis van de eerder besproken resource dependency theorie verwachten wij echter bij familiebedrijven een positieve relatie tussen de grootte van de raad van bestuur en venturing risk. Een grotere raad van bestuur kan immers gepaard gaan met bestuurders die de nodige vaardigheden en ervaring hebben, maar ook meer algemene ondernemerskennis en relaties met de buitenwereld, waarmee men investeringen kan aangaan (Chen en Hsu, 2009; Gabrielsson en Huse, 2005). Meer bestuurders zorgt er ook voor dat de discussies diepgaander zijn, waardoor er betere beslissingen genomen worden (Van den Berghe en Levrau, 2004). Tenslotte zal een grotere raad een groter deel van de aandeelhouders vertegenwoordigen. Zij zijn daardoor meer betrokken met het bedrijf (Vilaseca, 2002) en zullen bij de bestuurders lobbyen voor hun belang, namelijk aandeelhoudersmaximalisatie. Daarnaast gaan familiebedrijven volgens Gomez-Mejia et al. (2007) zich vooral focussen op het behoud van hun 'socioemotional wealth'. Ze zullen vooral bezig zijn met de familiale doelen en houden minder rekening met de financiële doelstellingen. Dit houdt bijvoorbeeld in dat men familieleden een functie in het management geeft. Omdat familiebedrijven deze 'socioemotional wealth' niet willen verliezen, is men bereid meer risico te nemen op gebied van de bedrijfsprestaties. Wegens het feit dat we vermoeden dat een grotere raad van bestuur op basis van de agency theorie haar taak als controleorgaan beter kan uitvoeren, verwachten we dat er een positief verband bestaat tussen de grootte van de raad van bestuur en venturing risk bij familiebedrijven.

We komen dus tot de volgende hypothese:

Hypothese 4a: Venturing risk bij familiebedrijven neemt toe met de grootte van de raad van bestuur.

Poza et al. (1997) zijn van mening dat de aanwezigheid van onafhankelijke leden in de raad van bestuur een grotere marktfocus veroorzaakt. Als een familiebedrijf een grotere raad van bestuur heeft, is de kans groter dat er onafhankelijke leden in de raad zullen zetelen. Meer bestuurders zijn beter in staat om op een objectieve manier het bedrijf te controleren, wat ervoor zorgt dat de familiale eigenaars minder performance hazard kunnen aanvaarden en dat het familiebedrijf zich niet enkel fixeert op het behoud van haar 'socioemotional wealth'. Onze hypothese luidt daarom als volgt:

Hypothese 4b: Performance hazard risk bij familiebedrijven neemt af met de grootte van de raad van bestuur.

Ter ondersteuning van onze volgende hypothese keren we opnieuw terug naar de resource dependency theorie. Volgens deze theorie brengt een grotere raad van bestuur meer kennis, vaardigheden en relaties met zich mee (Chen en Hsu, 2009). Onze redenering hier is dat familiebedrijven met een grotere raad van bestuur een hogere schuldgraad zullen hebben. Meer bestuurders in de raad verhoogt immers de kans dat men goede relaties kan onderhouden met banken en andere kredietverstrekkers.

Zoals al eerder vermeld zijn kredietverstrekkers minder geneigd te lenen aan familiebedrijven vanwege de informatie-asymmetrie tussen beiden (Myers en Majluf, 1984). Bankers vrezen dat de bezittende familie echter geen rekening houdt met de stakeholders en vragen daarom vaker een hogere interest op het verschaft kapitaal. Wij verwachten op basis van de agency theorie dat een grotere raad van bestuur beter in staat is de familiale managers te controleren, waardoor banken toch meer vertrouwen hebben in het familiebedrijf en hen kapitaal verleent aan een aantrekkelijke interest. Aan de hand van de resource dependency theorie en de agency theorie stellen we de volgende hypothese op:

Hypothese 4c: Het financieel risico bij familiebedrijven neemt toe met de grootte van de raad van bestuur.

5.5.2 Literatuurstudie betreffende de onafhankelijkheid van de raad van bestuur

Zoals we al eerder bespraken is één van de twee hoofdtaken van de raad van bestuur het uitoefenen van controle over het management. Opdat deze controle effectief verloopt, is het noodzakelijk dat de raad van bestuur ook onafhankelijke leden bevat. Deze hebben namelijk volgens Fama en Jensen (1983) een incentive het management te controleren, omdat het voor hen van belang is dat hun goede naam en reputatie bewaard blijft. Voor de aandeelhouders is het van groot belang dat er onafhankelijke leden in de raad van bestuur zetelen. Aandeelhouders willen vooral dat hun bedrijf hoge winstcijfers voorlegt, opdat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd wordt. Het management daarentegen is niet altijd bezig te handelen in het belang van de aandeelhouders, maar is ook geneigd haar eigenbelang na te

streven. Daarom is het zeer belangrijk dat een raad van bestuur ook onafhankelijke leden heeft, opdat er wel degelijk controle over het management is. Onafhankelijke leden zijn er echter niet alleen om controle uit te oefenen op het management, maar zij hebben ook als taak familieruzies en ouderlijk altruïsme tegen te gaan (zie 4.2.2). Eerder in dit hoofdstuk werd er ook al verwezen naar de noodzakelijkheid van onafhankelijke leden op basis van de agency theorie, resource-based view theorie en de stakeholder theorie (zie 5.4).

De afgelopen jaren is er al veel geschreven over de relatie tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en bedrijfsprestaties. Dit in tegenstelling tot de relatie tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en risicogedrag, waar nog maar weinig studie is over verricht.

5.5.2.1 De invloed van de samenstelling van de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties

De onderzoeksresultaten betreffende de relatie tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en bedrijfsprestaties zijn verdeeld.

Terwijl Anderson en Reeb (2004) en Yeh en Woitke (2005) concludeerden dat de onafhankelijkheid van de raad van bestuur de bedrijfsprestaties bevordert, besloot Klein (1998) het tegenovergestelde. Er worden verschillende redenen gegeven waarom deze onderzoeken niet tot éénzelfde resultaat leidden. Zo kan het gebruik van een andere proxy, statistische methode of tijdsinterval deze ongelijke resultaten verklaren. Maar aangezien de meeste onderzoeken toch dezelfde proxy, namelijk de Tobin's Q gebruikten en over dezelfde tijdsperiode (laat jaren '90-begin jaren '00) plaatsvonden, lijkt het meer waarschijnlijk dat de verschillen te wijten zijn aan andere factoren. Anderson en Reeb (2004) vonden dat onafhankelijke leden een must zijn in familiebedrijven die een versnipperde familiale eigendom hebben, aangezien er een groot risico bestaat dat er conflicten ontstaan tussen de verschillende generaties familiale eigenaars. Onafhankelijke leden in de raad van bestuur verzekeren in dergelijke situatie dat de conflicten tussen familieleden niet uit de hand lopen. Het is hierbij hun taak de informatie-asymmetrie tussen de familieleden te beperken en ervoor te zorgen dat alle aandeelhouders vertegenwoordigd worden (Bammens en Voordeckers, 2009).

Een ander onderzoek gevoerd door Poza et al. (1997) stelt dat onafhankelijke leden in de raad van bestuur zorgen voor een grotere marktfocus. Het familiebedrijf zal daardoor niet enkel oog hebben voor het behoud van haar 'socioemotional wealth'.

5.5.2.2 De invloed van de samenstelling van de raad van bestuur op het risicogedrag

Pathan (2009) ontdekte een positief verband tussen de aanwezigheid van onafhankelijke leden in de raad van bestuur en risicogedrag bij banken. De verklaring die hij hiervoor gaf is dat deze onafhankelijke leden ook onafhankelijk zijn ten opzichte van de aandeelhouders wat resulteert in een lager risico. Een ander onderzoek, nl. dat van Bhojraj en Sengupta (2003), wat geen betrekking heeft op banken, maar op ondernemingen in het algemeen, kwam tot de bevinding dat een groter aantal onafhankelijke leden in

de raad van bestuur de kans op 'default risk' significant verlaagt. Default risk, ook wel kredietrisico genoemd, is het risico dat men het geleende geld niet meer kan terugbetalen. Dit type van risico wordt echter niet besproken in deze masterproef.

De relevantste resultaten komen echter van Gonzalez et al. (2012) en Su en Lee (2012). Zij kwamen tot de bevinding dat de aanwezigheid van niet-familiale leden in de raad van bestuur ervoor zorgt dat het familiebedrijf minder venturing risk neemt. Men zal dus sneller geneigd zijn risico te nemen vanwege het feit dat deze leden meer externe ervaring hebben en hierdoor meer risico-willend zijn (Stanley, 2010).

5.5.2.3 De invloed van de samenstelling van de raad van bestuur bij familiebedrijven

We kunnen dus concluderen dat het aanstellen van onafhankelijke leden in de raad van bestuur bij familiebedrijven essentieel is, opdat de belangen van alle aandeelhouders gevrijwaard blijven. Vorig onderzoek (Gonzalez et al., 2012; Su en Lee, 2012) kwam al tot de conclusie dat niet-familiale leden in de raad van bestuur gepaard gaan met het nemen van meer venturing risk. Dit is te wijten aan het feit dat deze bestuurders vaak meer kennis, ervaring en risicoappetijt hebben, waarbij we ons weer baseren op de resource dependency theorie.

We stelden al eerder dat in familiebedrijven de bezittende familie haar eigenbelang nastreeft ten koste van de niet-familiale aandeelhouders. Ze streven immers niet alleen maximale aandeelhouderswaarde en winst na, maar focussen zich ook op het behoud van hun 'socioemotional wealth', zoals het familiale karakter van de onderneming en familietradities (Chrisman, Chua en Zahra, 2003; Gomez-Mejia et al., 2007). Omdat dit agency kosten veroorzaakt, hebben niet-familiale eigenaars er belang bij dat er onafhankelijke leden in de raad van bestuur zetelen. Deze leden zijn beter in staat de financiële belangen van niet-familiale aandeelhouders te vrijwaren (Chrisman et al., 2004). Bovenstaande brengt ons bij de volgende hypothese:

Hypothese 5a: Venturing risk bij familiebedrijven neemt toe met de onafhankelijkheid van de raad van bestuur.

Wanneer de onafhankelijkheid van de raad van bestuur toeneemt, zal er minder performance hazard worden aanvaard, omdat deze onafhankelijke leden zich in tegenstelling tot de familieleden in de raad van bestuur niet focussen op het behouden van de familie haar 'socioemotional wealth'. Zij zijn vooral bezig met het behalen van goede financiële resultaten in vergelijking met familiale bestuurders, die zich vooral toespitsen op het behoud van de controle over het familiebedrijf (Finkelstein en Hambrick, 1996). Hieruit volgt:

Hypothese 5b: Performance hazard risk bij familiebedrijven neemt af met de onafhankelijkheid van de raad van bestuur.

Als we ons baseren op de resource dependency theorie hebben onafhankelijke bestuurders een grote bagage aan netwerken. Dit is zeer voordelig voor het familiebedrijf, aangezien het op deze manier goede relaties kan onderhouden met kredietverstrekkers en zo de gewenste financiering kan bekomen (McAlmon, 1981).

Volgens de agency theorie zullen banken minder snel krediet verlenen aan familiebedrijven, omdat er informatie-asymmetrie is tussen beide partijen (Myers en Majluf, 1984). Er bestaat immers de vrees dat het familiebedrijf de afspraken met de stakeholders niet goed nakomt. Hierdoor vragen banken waarschijnlijk een hogere interest op het geleende kapitaal. Verwacht wordt dat een onafhankelijke raad van bestuur hier verandering in brengt. Deze getuigt immers van meer professionaliteit naar de buitenwereld toe. Onafhankelijke bestuurders nemen namelijk eerder beslissingen die de waarde van het bedrijf doet stijgen (Jacobs, 2002), waardoor banken meer vertrouwen krijgen in het familiebedrijf. Een onafhankelijke bestuurder handelt niet alleen in het belang van de familie maar zeker ook in dat van de stakeholders (Vilaseca, 2002). Zij gaan de familiale managers beter controleren met als gevolg dat banken vertrouwen in het familiebedrijf hebben en hen daardoor toch kapitaal verleent aan een aantrekkelijke interest.

Aan de hand van de resource dependency theorie en de agency theorie stellen we de volgende hypothesen op:

Hypothese 5c: Het financieel risico bij familiebedrijven neemt toe met de onafhankelijkheid van de raad van bestuur.

5.5.3 Literatuurstudie betreffende de CEO-dualiteit

CEO-dualiteit heeft betrekking tot twee functies binnen een vennootschap, namelijk de Chief Executive Officer (CEO) en de voorzitter van de raad van bestuur. De CEO, ook wel algemeen directeur genoemd, is het hoofd van het uitvoerend bestuur. Dit bestuur houdt zich bezig met de dagelijkse leiding van het bedrijf. De voorzitter van de raad van bestuur is daarentegen het hoofd van de raad van bestuur. Hij leidt de vergaderingen en zorgt voor een goede wisselwerking tussen de directie en de raad van bestuur. Opdat deze wisselwerking efficiënt verloopt, is het aangewezen dat beide functies niet door éénzelfde persoon worden uitgevoerd.

Allen en Berkley (2003) stellen immers dat bij uitvoering van beide functies door één en dezelfde persoon er een agency-probleem ontstaat, aangezien dan de controlefunctie van de raad van bestuur niet meer geheel neutraal gebeurt. Indien men zowel CEO als voorzitter van de raad van bestuur is, zal men geneigd zijn zijn eigenbelang na te streven ten nadele van het bedrijf.

Rechner en Dalton (1989) signaleren dat "a potential threat to the independence of the board is the dual role of CEO as chairperson.... The top managerial officer in the corporation, therefore, is also the chairperson of the group that is chartered, among other things, to monitor and evaluate the top managerial officer. Isn't it reasonable to expect that, as board chairperson, the CEO would attempt to

influence other board members? ... An analogous potential for abuse would exist if the President of the United States served simultaneously as Chief Justice of the Supreme Court" (p. 141).

5.5.3.1 De invloed van CEO-dualiteit op de bedrijfsprestaties

Dahya et al. (1996) kwamen tot het besluit dat er een positief verband bestaat tussen de bedrijfsprestaties en CEO-dualiteit. Donaldson en Davis (1991) constateren dan weer een positieve relatie tussen CEO-dualiteit en de aandeelhouderswaarde. Zij baseren zich daarvoor op de stewardship theorie die zegt dat managers in plaats van hun eigenbelang na te streven, het belang van de aandeelhouders voorop stellen (Davis et al., 1997). Dit pro-organisatieel gedrag heeft natuurlijk een positieve invloed op de aandeelhouderswaarde. Volgens Rechner en Dalton (1989) hangt het af van de specifieke situatie waar een bedrijf zich in bevindt, opdat CEO-dualiteit een positieve invloed heeft op de bedrijfsprestaties. Ook Braun en Sharma (2007) vonden geen echte relatie tussen de bedrijfsprestaties en CEO-dualiteit. Er kunnen hierover dus geen algemene conclusies getrokken worden.

5.5.3.2 De invloed van CEO-dualiteit op het risicogedrag

Wanneer de voorzitter van de raad van bestuur eveneens de CEO is, kan hij het risicogedrag beïnvloeden. Er bestaat wel geen consensus in de wetenschappelijke literatuur over de relatie tussen CEO-dualiteit en risicogedrag.

Jensen (1993) constateert dat wanneer de posities van CEO en voorzitter van de raad van bestuur niet door één iemand worden uitgevoerd, de raad van bestuur meer effectief en beter in staat is te reageren op een falend management, waardoor men minder venturing risk neemt. Pathan (2009) daarentegen toonde aan dat CEO-dualiteit een negatieve invloed heeft op het risicogedrag bij banken. Een CEO verkiest bijgevolg minder risico te nemen wanneer hij een groot deel van zijn kapitaal in het bedrijf heeft zitten. Ook Simpson en Gleason (1999), die onderzoek deden bij 300 banken, ondervonden dat de kans op financiële problemen kleiner is wanneer één persoon zowel CEO als voorzitter van de raad van bestuur is.

Een belangrijke zienswijze is die van Allen en Berkley (2003). Zij vermoeden een positieve invloed tussen CEO-dualiteit en het risicogedrag bij bedrijven. Zo zou het feit dat de Chief Executive Officer zijn macht moet delen met die van de voorzitter van de raad van bestuur een negatieve invloed hebben op venturing risk bij bedrijven. Want als er CEO-dualiteit is, zal deze persoon sneller beslissingen kunnen nemen vanwege de verkorte tijd van het beslissingsproces. De macht ligt namelijk enkel bij deze persoon. Rechner en Dalton (1989) bevonden dat "the reason that positions of chairman and CEO are usually combined is that this provides a single focal point for company leadership. There is never any question about who is boss or who is responsible. This is an important issue... (otherwise)... this is guaranteed to produce chaos both within the organisation and in relationships with the board" (p. 141).

Zahra (2005) tenslotte onderzocht de relatie tussen het risicogedrag van familiebedrijven en stichter-CEO-dualiteit. Veel van zijn standpunten zijn echter ook van toepassing om de invloed van CEO-dualiteit

op het risicogedrag te bepalen. Zo hebben personen, die zowel CEO als voorzitter van de raad van bestuur zijn, de formele macht om snel de nodige middelen aan te wenden, opdat men creatieve ideeën kan doordrukken. Maar dit hoeft niet altijd zo te zijn. CEO-dualiteit heeft ook als gevolg dat deze personen enkel gaan focussen op eigen initiatieven en geen rekening meer houdt met andere meningen. Zij opereren m.a.w. volledig onafhankelijk (Zahra, 2005). CEO-dualiteit zorgt er soms voor dat personen agency problemen creëren, die vervolgens het nemen van venturing risk ondermijnen (Schulze et al., 2001).

5.5.3.3 De invloed van CEO-dualiteit bij familiebedrijven

Wij gaan in deze masterproef nagaan of CEO-dualiteit de verschillende soorten risicogedrag van familiebedrijven beïnvloedt. Zoals daarjuist al werd aangehaald vonden Allen en Berkley (2003) een positieve relatie tussen CEO-dualiteit en venturing risk. De CEO heeft dan immers meer beslissingsmacht, waardoor hij ook meer risicovolle beslissingen kan aangaan. Onze hypothese luidt daarom als volgt:

Hypothese 6a: Venturing risk neemt toe bij familiebedrijven wanneer er CEO-dualiteit is.

CEO-dualiteit kan daarentegen ook negatieve gevolgen met zich meebrengen. Zo leidt het soms tot inefficiënte beslissingen doordat de persoon, die zowel CEO als voorzitter van de raad van bestuur is, enkel de focus legt op zijn initiatieven en geen rekening houdt met de ideeën van anderen (Zahra, 2005). Concreet wijzen we hier op het gevaar dat men in een familiebedrijf met CEO-dualiteit meer oog gaat hebben voor het behoud van de 'socioemotional wealth'. In ruil voor het behoud hiervan zijn familiebedrijven bereid lagere bedrijfsprestaties te dulden (Gomez-Mejia et al., 2007), wat resulteert in het aanvaarden van meer performance hazard. Hieruit volgt:

Hypothese 6b: Performance hazard risk neemt toe bij familiebedrijven wanneer er CEO-dualiteit is.

Op basis van de agency theorie verwachten we dat familiebedrijven, waar er sprake is van CEO-dualiteit, een lagere schuldgraad zullen hebben dan familiebedrijven waar de functies door aparte personen worden uitgeoefend. Kredietverstrekkers zullen minder bereid zijn om een lening te verschaffen aan bedrijven met CEO-dualiteit, omdat er dreiging bestaat dat de persoon die aan de leiding van het bedrijf staat te opportunistisch gedrag gaat vertonen. De persoon, die zowel CEO als voorzitter van de raad van bestuur is, zal in tegenstelling tot wat de stewardship beweert zijn eigenbelang vooropstellen om zo zijn persoonlijke doelstellingen te bereiken (McGregor, 1960). Deze zienswijze ligt in het verlengde van de agency theorie. Vanwege de CEO-dualiteit zal de raad van bestuur zijn taak van controle ook niet meer

goed kunnen uitvoeren, waardoor het risico dat men zijn eigenbelang nastreeft ten nadele van het bedrijf en de kredietverstrekker alleen maar groter wordt (Fama en Jensen, 1983). Hieruit volgt onze laatste hypothese:

Hypothese 6c: Het financieel risico bij familiebedrijven neemt af wanneer CEO-dualiteit is.

5.6 Samenvatting van de hypothesen

De twaalf hypothesen die in hoofdstuk drie en vijf zijn ontwikkeld worden in onderstaande tabel samengevat, alvorens we ze in het volgende hoofdstuk één voor één zullen testen.

Tabel 1: Overzicht ontwikkelde hypothesen

| | |
|------------|--|
| H1 | Familiebedrijven nemen minder venturing risk dan niet-familiebedrijven |
| H2 | Familiebedrijven aanvaarden meer performance hazard risk dan niet-familiebedrijven |
| H3 | Familiebedrijven nemen meer financieel risico dan niet-familiebedrijven |
| H4a | Venturing risk neemt toe met de grootte van de raad van bestuur |
| H4b | Performance hazard risk neemt af met de grootte van de raad van bestuur |
| H4c | Het financieel risico neemt toe met de grootte van de raad van bestuur |
| H5a | Venturing risk neemt toe met de onafhankelijkheid van de raad van bestuur |
| H5b | Performance hazard neemt af met de onafhankelijkheid van de raad van bestuur |
| H5c | Financieel risico neemt toe met de onafhankelijkheid van de raad van bestuur |
| H6a | Venturing risk neemt toe wanneer er CEO-dualiteit is |
| H6b | Performance hazard neemt toe wanneer er CEO-dualiteit is |
| H6c | Het financieel risico neemt af wanneer er CEO-dualiteit is |

De volgende tabel herneemt de te verwachten relaties voor onze hypothesen:

Tabel 2: Verwachte resultaten hypothesen

| | Venturing risk | Performance hazard risk | Financieel risico |
|-----------------------|----------------|-------------------------|-------------------|
| Grootte RvB | + | - | + |
| Onafhankelijkheid RvB | + | - | + |
| CEO-dualiteit | + | + | - |

6 Empirisch onderzoek

In dit hoofdstuk vatten we het empirisch onderzoek aan. Alvorens over te gaan tot het testen van de ontwikkelde hypothesen, weiden we eerst uit over de gegevensverzameling en gaan we dieper in op onze afhankelijke en onafhankelijke variabelen.

6.1 Gegevensverzameling

Opdat we conclusies kunnen trekken over het risicogedrag van familiebedrijven en de mogelijke invloed hierop van de raad van bestuur, hebben we gegevens nodig. Via mijn promotor kreeg ik een database van 840 bedrijven ter beschikking, die zowel familie- als niet-familiebedrijven bevat. Deze gegevensbank, beschikbaar na een enquête die verstuurd werd naar 8,367 Vlaamse bedrijven, werd voor het uitvoeren van deze masterproef al meermaals gebruikt door het Kenniscentrum voor Ondernemerschap en Innovatie (KIZOK) bij hun wetenschappelijke onderzoeken. Voor het vinden van de relevante informatie van deze 840 bedrijven maken we gebruik van Bel-First, een databank van Bureau Van Dijk met alle belangrijke gegevens van 1,2 miljoen bedrijven in België en 25,000 in Luxemburg. Wij zullen ons hier echter beperken tot private Belgische ondernemingen, meer bepaald actieve ondernemingen die niet-beursgenoteerd zijn en waarvan de boekhoudcijfers tot en met 2011 beschikbaar zijn. We houden geen rekening met de rechtsvorm (nv, bvba, ...), om zo de steekproef voldoende groot te houden. Teneinde te kunnen spreken over een familiebedrijf werden twee criteria, die men achterhaalde door middel van een enquête, gehanteerd waaraan men moet voldoen (Westhead en Howorth, 2006):

- ten minste 50% van de aandelen is in handen van één familie;
- men beschouwt zichzelf als een familiebedrijf;

Zo bleek de steekproef van 840 bedrijven te bestaan uit 183 niet-familiebedrijven en 627 familiebedrijven. Door de overige 30 bedrijven werden geen bruikbare resultaten doorgestuurd, en daarom worden deze bedrijven niet verder opgenomen. Vervolgens werd voor de overblijvende 810 bedrijven nagegaan of zij nog actief zijn. Zo bleek dat 166 bedrijven ondertussen inactief zijn geworden, vanwege bijvoorbeeld faillissement of overname. Zo bleven er nog 674 bedrijven (126 niet-familiebedrijven en 522 familiebedrijven) over. Na de uitsluiting van de beursgenoteerde bedrijven (N.V. Bekaert, Miko en Pinguin) wordt de nodige data uit de Bel-First databank gedownload, om ten slotte ook de bedrijven, waarvan te weinig informatie beschikbaar is, ook uit de steekproef weg te laten. Onze steekproef voor het vergelijken van het risicogedrag bestaat dus uit 645 bedrijven, waarvan 520 familiebedrijven en 125 niet-familiebedrijven. Om de invloed van de raad van bestuur op het risicogedrag te onderzoeken, maken we gebruik van een steekproef van 316 bedrijven, waarvan we over de nodige gegevens van de raad van bestuur beschikken.

6.2 Variabelen

6.2.1 Afhankelijke variabele 'risicogedrag'

De afhankelijke variabele in deze masterproef is risicogedrag. Omdat risicogedrag een breed begrip is, spreekt men in de literatuur van verschillende soorten risico. Eerst en vooral maken we een onderscheid tussen ondernemersrisico en financieel risico. Ondernemersrisico wordt vervolgens door Gomez-Mejia et al. (2007) onderverdeeld in venturing risk en performance hazard risk.

Deze verschillende types van risico zijn onmogelijk specifiek te meten en daarom is het aangeraden gebruik te maken van proxy-variabelen, om het risicogedrag van bedrijven te bepalen. Zahra (2005) en Wang en Poutziouris (2010) kozen ervoor risicogedrag te meten door middel van een enquête. Bij het onderzoek van Wang en Poutziouris (2010) moesten de bedrijven immers zelf de intensiteit van hun risicogedrag weergeven. Zij konden daarbij kiezen uit vijf opties: conservatief, risico-avers, gemiddeld, risico nemend of veel risico nemend. Ook Zahra (2005) maakte gebruik van een soortgelijke enquête. Hij mat risicogedrag aan de hand van zes maatstaven voor entrepreneurial risk: allianties in het binnenland, allianties in het buitenland, intrede in een nieuwe markt, intrede in nieuwe buitenlandse markt, investeren in nieuwe technologieën en productinnovatie. Beide methodes zijn echter geen objectieve maatstaven, aangezien het voor ieder bedrijf mogelijk is hun eigen risicogedrag in te schatten zoals zij het zelf wensen. Wij hebben er daarom voor gekozen gebruik te maken van Bel-First, om via financiële gegevens het risicogedrag van bedrijven te meten.

6.2.1.1 Venturing risk

Venturing risk wordt conform met vorige wetenschappelijke onderzoeken gemeten door een proxy, namelijk de variabiliteit in de bedrijfsprestaties. Een grotere variantie in de bedrijfsprestaties kan er immers op wijzen dat het bedrijf meer opportunistisch gedrag vertoond heeft (bv. risicovolle groeikansen), wat samengaat met het nemen van meer risico (Gomez-Mejia et al., 2007). Concreet zullen we hier de variabiliteit in de bedrijfsprestaties meten als de standaarddeviatie van de nettorendabiliteit van het totaal der activa voor belastingen (netto-ROA) voor de jaren 2007 t.e.m. 2011.

6.2.1.2 Performance hazard risk

Zoals we al eerder aangehaald hebben, zullen familiebedrijven, volgens Gomez-Mejia et al. (2007) en de door ons opgestelde hypothese, geneigd zijn meer performance hazard te aanvaarden. Dat wil zeggen dat ze bereid zijn lagere winstcijfers te tolereren zodat de bezittende familie hun 'socioemotional wealth' en controle over het bedrijf zal kunnen bewaren. Gomez-Mejia et al. (2007) gebruiken drie methodes om performance hazard te meten: historical target achievements, referent-target achievements en probability of failure. Wij zullen hier enkel de eerste methode toepassen. Om de reden dat we niet over de geschikte gegevens beschikken om na te gaan of een bedrijf zijn financiële doelstellingen heeft

bereikt, zullen we gebruik maken van de proxy 'historical target achievements', om zo het verschil tussen bedrijfsprestatie en doelstelling op te meten (Cyert en March, 1963). Des te groter het verschil tussen de prestaties en de voorafgestelde doelstelling, in dit geval dus het verschil tussen twee verschillende boekjaren, des te groter de performance hazard. Wij zullen dit doen door het percentageverschil (zowel positief als negatief) te meten tussen de nettorendabiliteit van het totaal der activa voor belastingen van de jaren 2011 en 2007. Deze ratio geeft immers de winstgevendheid van een bedrijf aan en meer bepaald hoe efficiënt het activa van de onderneming gebruikt wordt.

6.2.1.3 Financieel risico

De algemene schuldgraad van een onderneming, dit is de verhouding van het vreemd vermogen tot het totaal vermogen, wordt vaak gebruikt als proxy van het financieel risico. Een hogere schuldgraad gaat immers gepaard met hogere financiële kosten. Deze kosten moeten steeds vergoed worden, ook bij tegenvallende cijfers. Dit is anders dan bij het uitkeren van een dividend, d.i. de betaling van een deel van de winst aan de aandeelhouders. Dividenden kunnen per slot van rekening uitgesteld of niet uitgekeerd worden. Onze vaststelling luidt daarom als volgt: hoe hoger de schuldgraad, des te groter het financieel risico. Te benadrukken valt wel dat de schuldgraad een ruwe schatting is van het financieel risico, omdat hij geen rekening houdt met de hoogte van de interestvoet en de termijnen van terugbetaling. Wij gebruiken de gemiddelde schuldgraad van de boekjaren 2007 t.e.m. 2011 als ruwe schatter van het financieel risico (Ooghe en Van Wymeersch, 2000; Gonzalez et al., 2012).

6.2.2 Onafhankelijke variabelen

6.2.2.1 Grootte raad van bestuur

De grootte van de raad van bestuur wordt gemeten aan de hand van het huidig aantal bestuurders in de raad van bestuur. Wij baseren ons hier enkel en alleen op de beschikbare gegevens uit Bel-First. Omdat ons onderzoek enkel niet-beursgenoteerde bedrijven betreft, waar transparantie niet zo hoog in het vaandel wordt gedragen, zijn er heel wat bedrijven waar er geen informatie beschikbaar is over de raad van bestuur. Een andere reden waarom er vaak geen gegevens over de raad van bestuur zijn, is dat er gewoon geen raad van bestuur is. Een bvba is namelijk niet verplicht een raad van bestuur te hebben. Een nv daarentegen wel. Hun raad van bestuur moet wettelijk uit drie leden bestaan, maar in sommige gevallen (zie eerder) kan deze ook uit twee leden bestaan.

6.2.2.2 Onafhankelijkheid van de raad van bestuur

Leden van de raad van bestuur kunnen uitvoerende dan wel niet-uitvoerende bestuurders zijn. Uitvoerende bestuurders zijn mensen die binnen het bedrijf een operationele rol hebben, zoals leden van

het directiecomité. Het leidt dan ook geen twijfel dat we hier te maken hebben met afhankelijke bestuurders. Voor niet-uitvoerende bestuurders ligt het echter anders. Niet-uitvoerende bestuurders, namelijk zij die geen uitvoerende taken uitoefenen, kunnen zowel afhankelijk als onafhankelijk zijn. Volgens artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen moet een onafhankelijke bestuurder ten minste voldoen aan volgende criteria:

1° gedurende een tijdvak van vijf jaar voorafgaand aan zijn benoeming, noch in de vennootschap, noch in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals in artikel 11, een mandaat van uitvoerend lid van het bestuursorgaan of een functie van lid van het directiecomité of van persoon belast met het dagelijks bestuur hebben uitgeoefend;

2° niet meer dan drie opeenvolgende mandaten als niet-uitvoerend bestuurder in de raad van bestuur hebben uitgeoefend, zonder dat dit tijdvak langer mag zijn dan twaalf jaar;

3° gedurende een tijdvak van drie jaar voorafgaand aan zijn benoeming, geen deel hebben uitgemaakt van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11;

4° geen vergoeding of ander belangrijk voordeel van vermogensrechtelijke aard ontvangen of hebben ontvangen van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, buiten de tantièmes en de vergoeding die hij eventueel ontvangt of heeft ontvangen als niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of lid van het toezichthoudende orgaan;

5° a) geen maatschappelijke rechten bezitten die een tiende of meer vertegenwoordigen van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap;

b) indien hij maatschappelijke rechten bezit die een quotum van minder dan 10% vertegenwoordigen:

-mogen die maatschappelijke rechten samen met de maatschappelijke rechten die in dezelfde vennootschap worden aangehouden door vennootschappen waarover de onafhankelijke bestuurder controle heeft, geen tiende bereiken van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie van aandelen van de vennootschap; of

-mogen de daden van beschikking over die aandelen of de uitoefening van de daaraan verbonden rechten niet onderworpen zijn aan overeenkomsten of aan eenzijdige verbintenissen die het onafhankelijk lid van het bestuursorgaan heeft aangegaan;

c) in geen geval een aandeelhouder vertegenwoordigen die onder de voorwaarden valt van dit punt;

6° geen significante zakelijke relatie hebben of in het voorbij boekjaar hebben gehad met de vennootschap of met een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, noch rechtstreeks noch als vennoot, aandeelhouder, lid van het bestuursorgaan of lid van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2° van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van een vennootschap of persoon die een dergelijke relatie onderhoudt;

7° in de voorbij drie jaar geen vennoot of werknemer zijn geweest van de huidige of vorige (commissaris) van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon in de zin van artikel 11;

8° geen uitvoerend lid zijn van het bestuursorgaan van een andere vennootschap waarin een uitvoerend bestuurder van de vennootschap zetelt in de hoedanigheid van niet-uitvoerend lid van het

bestuursorgaan of als lid van het toezichthoudende orgaan, en geen andere belangrijke banden hebben met uitvoerende bestuurders van de vennootschap uit hoofde van functies bij andere vennootschappen of organen;

9° geen echtgenoot, wettelijk samenwonende partner of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad hebben die in de vennootschap of in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, een mandaat van lid van het bestuursorgaan, lid van het directiecomité, persoon belast met het dagelijks bestuur of lid van het leidinggevend personeel, in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, uitoefenen, of die zich een van de andere in de punten 1° tot 8° beschreven gevallen bevinden.”

In onze masterproef zullen we trachten zo nauwkeurig mogelijk op basis van de gegevens uit de Bel-First databank de onafhankelijkheid van de raad van bestuur te bepalen. Dit is de proportie onafhankelijke bestuurders ten opzichte van het totaal aantal bestuurders. Omdat Bel-First ons geen concrete informatie geeft over de onafhankelijkheid van de leden van de raad van bestuur moeten we zelf handmatig aan het werk om voor elk bedrijf de onafhankelijkheid van de raad van bestuur zo goed mogelijk vast te stellen. Met behulp van artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen gaan we zo goed mogelijk proberen na te gaan of een niet-uitvoerend bestuurder ook degelijk als onafhankelijk kan bestempeld worden. Concreet betekent dit dat we de volgende bestuurders als afhankelijk gaan beschouwen:

- Afgevaardigd bestuurder (=uitvoerend bestuurder; deelnemer directieraad)
- Bestuurder die tevens aandeelhouder is
- Bestuurder die naam van het familiebedrijf heeft
- Meerdere bestuurders met dezelfde familienaam
- Echtgenotes of wettelijk samenwonende partner

Natuurlijk kunnen we deze criteria nooit volledig juist hanteren. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer twee bestuurders wel dezelfde familienaam bezitten maar toch geen familie zijn. Toch is het een goed betrouwbare proxy om de onafhankelijkheid van de raad van bestuur te bepalen.

6.2.2.3 CEO-dualiteit

Onze laatste onafhankelijke variabele, CEO-dualiteit, meten we door na te gaan of de CEO van het bedrijf ook de voorzitter van de raad van bestuur is. Indien dit het geval is, krijgt de dummy variabele het cijfer 1. Ook moeten we er hier weer op wijzen dat Bel-First niet steeds informatie geeft over wie er nu juist de voorzitter van de raad van bestuur is, of wie van de managementleden de functie van CEO uitoefent. Een reden hiervoor is dat de functie van CEO in België niet altijd aanwezig is. Wij zijn er van uitgegaan dat als dit zich voordoet, wij de eerste persoon in de lijst met leden van de raad van bestuur beschouwen als de voorzitter van de raad van bestuur. Deze methode passen we ook toe voor het bepalen van de CEO.

6.2.3 Controlevariabelen

We voegen aan ons model ook enkele essentiële controlevariabelen toe. Omdat grotere bedrijven volgens Sathe (2003) het nemen van risico mogelijk beperken, is het van groot belang deze variabele op te nemen. Wij zullen dit concreet doen d.m.v. het totaal der activa van het jaar 2011. Conform Huybrechts (2012) controleren we ook voor de industriese sector, omdat volgens Gomez-Mejia et al. (2010) het nemen van risico ook afhangt van de sector waarin het bedrijf zich bevindt. We doen dit a.d.h.v. de NACE-codes, die we opdelen in vier hoofdgroepen: de industriese sector, bouwsector, groothandel en de dienstensector. Onze derde controlevariabele is de leeftijd van het bedrijf, aangezien deze ook een invloed kan hebben op het risicogedrag van bedrijven. Daarnaast controleren we tenslotte ook voor de bedrijfsprestaties, omdat lage winstcijfers mogelijk aanzetten tot het nemen van meer risico (Gomez-Mejia et al., 2010). We doen dit d.m.v. de gemiddelde nettorendabiliteit van het totaal der activa voor belastingen van de jaren 2011, 2010, 2009, 2008 en 2007 (netto-ROA).

Tenslotte geven we alle variabelen schematisch weer:

Tabel 3: Overzicht variabelen

| Variabele | Beschrijving |
|---------------------------------|---|
| Afhankelijke variabele | |
| Venturing_risk | Standaarddeviatie nettorendabiliteit totaal der activa voor belastingen (=NROA) voor de jaren 2011, 2010, 2009, 2008 en 2007. |
| Performance_hazard_risk | Verschil ROA_2007 en ROA_2011 |
| Financieel_risico | Gemiddelde algemene schuldgraad voor de jaren 2007 t.e.m. 2011 (%) |
| Onafhankelijke variabelen | |
| Grootte_RvB | Aantal leden in de raad van bestuur |
| Onafhankelijkheid_RvB | Proportie onafhankelijke bestuurders tegenover totaal aantal bestuurders |
| CEO_dualiteit | Indien CEO ook voorzitter RvB is |
| Controlevariabelen | |
| Grootte_bedrijf | Ln (totaal der activa) |
| Bedrijf_sector | Diensten, bouwnijverheid, groothandel en industrie |
| Bedrijfsprestaties ¹ | Gemiddelde nettorendabiliteit totaal der activa voor belastingen (=ROA) voor de jaren 2011, 2010, 2009, 2008 en 2007. |
| Leeftijd bedrijf | Aantal jaren sinds oprichting bedrijf |

¹ We hebben als robuustheidstest de bedrijfsprestaties ook gecontroleerd d.m.v. de ROA van 2006. Hierbij stelden we dezelfde resultaten vast als wanneer we bedrijfsprestaties controleren d.m.v. het gemiddelde van de ROA's van 2007 t.e.m. 2011.

6.3 Beschrijvende statistiek

Hieronder zullen we één voor één de beschrijvende statistieken voor elk van de variabelen rapporteren. We beginnen met venturing risk, één van de drie afhankelijke variabelen.

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|----------------|-----|---------|---------|--------|----------------|
| Venturing_risk | 618 | .06 | 163.80 | 6.9238 | 9.67478 |

Uit bovenstaande tabel stellen we vast dat venturing risk minimaal 0.06 en maximaal 163.80 bedraagt. Het gemiddelde ligt op 6.9238, terwijl er een standaarddeviatie is van 9.67478. Omdat de standaardafwijking groter is dan het gemiddelde zijn er grote afwijkingen van het gemiddelde mogelijk. Dit is waarschijnlijk te wijten aan de zeer grote uitschieter met een waarde van 163.80 voor venturing risk. Omdat we venturing risk enkel opmeten indien de ROA's voor de vijf opeenvolgende jaren 2011, 2010, 2009, 2008 en 2007 beschikbaar zijn, hebben we enkel resultaten voor 618 van de 645 bedrijven.

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|--------------------|-----|---------|---------|--------|----------------|
| Performance_hazard | 633 | -50,59 | 440,88 | 4,0663 | 22,50593 |

Performance hazard wordt gemeten door middel van het verschil tussen de ROA van 2007 en die van 2011. Indien deze waarde positief is, wilt dat zeggen dat het bedrijf zijn activa minder efficiënt benut heeft dan in het verleden. Is deze negatief, dan is het bedrijf juist efficiënter gaan presteren met de beschikbare activa. Maar liefst 63,7% van de bedrijven hebben een positieve waarde. Een mogelijke verklaring die hiervoor te geven is, is de huidige economische crisis die sinds 2007 hard toeslaat. Deze zou bijgevolg een negatieve impact kunnen hebben op de bedrijfsprestaties. Toch zijn er enkele uitschieters met een zéér grote stijging van hun ROA ten opzichte van het jaar 2007.

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|-------------------|-----|---------|---------|---------|----------------|
| Financieel_risico | 622 | .02 | 99.95 | 54.5389 | 25.17036 |

De algemene schuldgraad van de bedrijven bedraagt gemiddeld 54,54% met een standaarddeviatie van 25,17%. Net als bij de twee andere afhankelijke variabelen zijn er enkele merkwaardige uitschieters. Zo zijn er bedrijven die zich praktisch volledig financieren met eigen vermogen, terwijl andere bedrijven dan weer bijna een schuldgraad van 100% hebben.

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|-------------|-----|---------|---------|------|----------------|
| Grootte_RvB | 316 | 1 | 9 | 3,22 | 1,249 |

Omdat we in deze masterproef de invloed van de karakteristieken van de raad van bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven bestuderen, hebben we enkel de informatie in verband met de raad van bestuur opgezocht voor de 520 familiebedrijven. Van deze 520 familiebedrijven waren er 316 bedrijven waarvan er gegevens van de raad van bestuur beschikbaar waren. Het gemiddeld aantal bestuurders is 3,22. Deze waarde valt logisch te verklaren door het feit dat naamloze vennootschappen, die een groot deel uitmaken van de onderzochte bedrijven, wettelijk verplicht zijn een raad van bestuur te hebben die drie leden telt. Heel wat familiebedrijven uit onze database hebben echter een raad van bestuur die enkel twee leden heeft. Dit is namelijk toegestaan voor nv's die zijn opgericht door maar twee personen of wanneer men tijdens de laatste algemene vergadering vaststelt dat de vennootschap niet meer dan twee aandeelhouders heeft.

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|-----------------------|-----|---------|---------|---------|----------------|
| Onafhankelijkheid_RvB | 316 | .0000 | 1.0000 | .252963 | .3122317 |

Van de 316 familiebedrijven waarover gegevens van de raad van bestuur beschikbaar zijn, gaan we het onafhankelijkheidspercentage van de raad van bestuur na. Zo komen we tot de vaststelling dat de raad van bestuur gemiddeld voor 25,30% onafhankelijk is. Belangrijk om te vermelden is wel dat er binnen de resultaten een grote variantie wordt waargenomen wat valt af te leiden uit de standaarddeviatie die 31,22% bedraagt. We willen hier ook nog eens duidelijk vermelden dat het onafhankelijkheidspercentage een ruwe proxy is van de werkelijke onafhankelijkheid van de raad van bestuur, omdat we op basis van de gegevens uit Bel-first nooit 100% zeker kunnen zijn of bepaalde bestuurders afhankelijk dan wel onafhankelijk zijn (zie 6.2.2.2 voor de toegepaste criteria). Als we de frequentietabel van naderbij bekijken merken we op dat maar liefst 54,4% van de familiebedrijven een raad van bestuur heeft met geen enkele onafhankelijke. Deze raden bestaan dan geheel uit afhankelijke bestuurders, die bijna steeds een band hebben met de familie (Spanos et al.,2004).

| | | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------|--------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid | .0000 | 172 | 26,7 | 54,4 | 54,4 |
| | .0050 | 1 | ,2 | ,3 | 54,7 |
| | .1667 | 1 | ,2 | ,3 | 55,1 |
| | .2000 | 1 | ,2 | ,3 | 55,4 |
| | .2500 | 8 | 1,2 | 2,5 | 57,9 |
| | .3333 | 32 | 5,0 | 10,1 | 68,0 |
| | .4000 | 3 | ,5 | ,9 | 69,0 |
| | .5000 | 30 | 4,7 | 9,5 | 78,5 |
| | .5714 | 1 | ,2 | ,3 | 78,8 |
| | .6000 | 5 | ,8 | 1,6 | 80,4 |
| | .6667 | 3 | ,5 | ,9 | 81,3 |
| | .6667 | 27 | 4,2 | 8,5 | 89,9 |
| | .7500 | 13 | 2,0 | 4,1 | 94,0 |
| | .7778 | 1 | ,2 | ,3 | 94,3 |
| | .8000 | 4 | ,6 | 1,3 | 95,6 |
| | .8333 | 2 | ,3 | ,6 | 96,2 |
| | .8571 | 1 | ,2 | ,3 | 96,5 |
| | .8750 | 1 | ,2 | ,3 | 96,8 |
| | 1.0000 | 10 | 1,6 | 3,2 | 100,0 |
| | Total | 316 | 49,0 | 100,0 | |
| Missing | System | 329 | 51,0 | | |
| Total | | 645 | 100,0 | | |

Ook het vermoeden dat in familiebedrijven de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur vaak door eenzelfde persoon wordt uitgeoefend, wordt bevestigd. Zo is er in 53,5% van de gevallen sprake van CEO-dualiteit binnen familiebedrijven. De meest voor de hand liggende reden voor dit verschijnsel is dat door de toewijzing van beide functies aan één persoon, praktisch altijd een familielid, getracht wordt de belangen van de familie voorop te stellen (Martin, 2001).

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|---------------|-----|---------|---------|------|----------------|
| CEO dualiteit | 316 | 0 | 1 | ,47 | ,500 |

Tenslotte bespreken we ook nog kort de controlevariabelen. We nemen deze variabelen eveneens op in onze regressiemodellen, omdat uit vorige onderzoeken al gebleken is dat zij een mogelijke invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven (Sathe, 2003; Jones et al., 2008; Gomez-Mejia et al., 2010). Op het gebied van het totaal activa is er een zeer grote spreiding in de resultaten. Zo is er een

bedrijf dat maar € 1117 aan totaal activa bezit terwijl het grootste bedrijf een activa ter waarde van € 8 364 665 000 heeft. Het gemiddeld activa bedraagt € 41 733 480,03. In deze masterproef zullen we echter het natuurlijk logaritme van het totaal activa als variabele opnemen.

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|---------------|-----|---------|------------|-------------|----------------|
| Totaal_activa | 642 | 1117 | 8364665000 | 41733480,03 | 457975327,185 |

De onderzochte bedrijven zijn gemiddeld 36,41 jaar oud. We vonden in onze steekproef zelfs twee bedrijven die al meer dan 100 jaar oud zijn. De reden waarom we deze variabele opnemen, is dat er mogelijk een verschil in risicogedrag tussen oudere en jongere bedrijven bestaat.

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|------------------|-----|---------|---------|-------|----------------|
| Leeftijd_bedrijf | 645 | 13 | 127 | 36,41 | 14,458 |

Tenslotte is er nog onze laatste controlevariabele, namelijk de bedrijfssector. Wij hebben op basis van de NACE 2008 codes de bedrijven onderverdeeld in vier grote sectoren: industrie, bouwnijverheid, groothandel en diensten. De sector groothandel vertegenwoordigt het grootst aantal bedrijven in onze steekproef, namelijk 30%. Hierna volgen de industriesector (28,7%), de bouwnijverheidsector (20,1%) en de dienstensector (17,4%).

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|----------------|-----|---------|---------|-------|----------------|
| Diensten | 645 | ,00 | 1,00 | ,1736 | ,37910 |
| Industrie | 645 | ,00 | 1,00 | ,2868 | ,45263 |
| Bouwnijverheid | 645 | ,00 | 1,00 | ,2078 | ,40601 |
| Groothandel | 645 | ,00 | 1,00 | ,3008 | ,45895 |

6.4 Outliers

Nu we onze variabelen uitvoerig besproken hebben, gaan we vooraleer de regressiemodellen te testen, onze data controleren op uitschieters. Het is van groot belang dat we deze uitschieters uit ons regressiemodel verwijderen, opdat de schatting van onze regressiecoëfficiënten niet vertekend wordt. Via SPSS maken we gebruik van twee technieken om cases met uitzonderlijke waarden uit te sluiten, nl. de leverage value en Cook's distance.

De leverage value geeft de afstand weer van de waarde van een case ten opzichte van het gemiddelde van de overige cases. Indien een case een leverage value hoger dan 0,5 heeft, wordt deze uit de steekproef verwijderd, omdat zij een te grote invloed op het model zouden hebben.

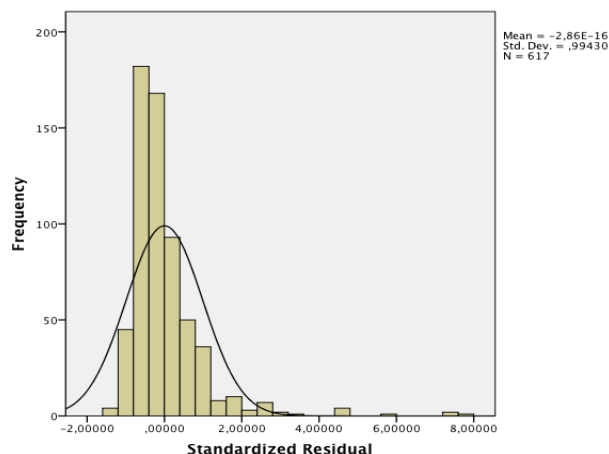
De Cook's distance, die zich in tegenstelling tot vorige test niet concentreert op de onafhankelijke variabelen maar op de afhankelijken, meet de verandering in de coëfficiënten indien een bepaalde case uit de steekproef wordt verwijderd. Zolang de Cook's value echter geen waarde hoger dan 1 aanneemt, zal de bewuste case geen zware vertekeningen veroorzaken.

6.5 Assumpties regressieanalyse

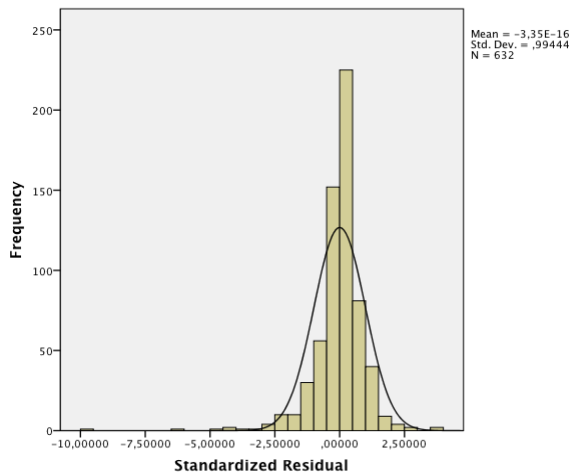
Voor het uitvoeren van een meervoudige lineaire regressie moet er aan enkele voorwaarden voldaan zijn. Hieronder bespreken we deze kort.

- De residuen zijn normaal verdeeld

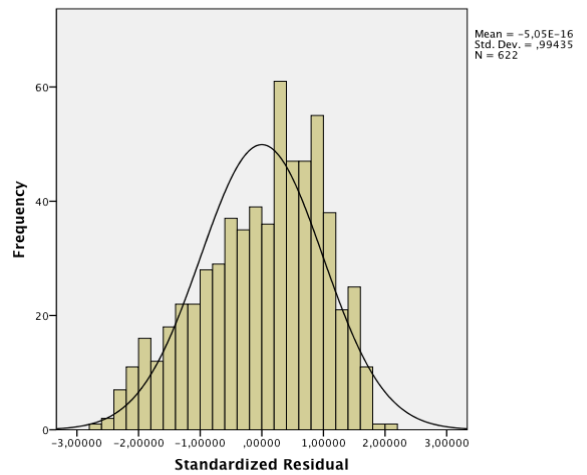
Om na te gaan of de residuen van de afhankelijke variabelen venturing risk, performance hazard risk en financieel risico normaal verdeeld zijn, maken we in SPSS gebruik van histogrammen. Uit deze grafieken kunnen we afleiden dat de residuen van de afhankelijke variabelen venturing risk, performance hazard risk en financieel risico normaal verdeeld zijn.



Figuur 6: Gestandaardiseerde residuen (venturing risk)



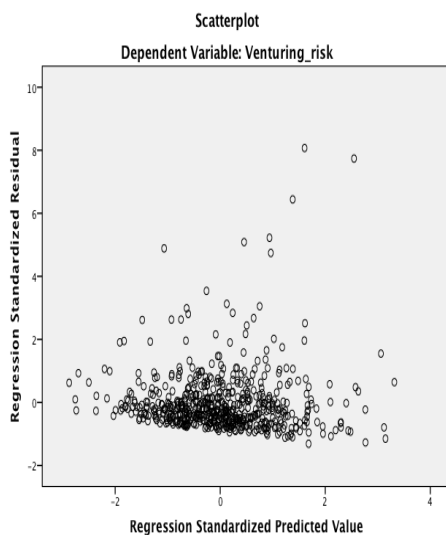
Figuur 7: Gestandaardiseerde residuen (Performance hazard)



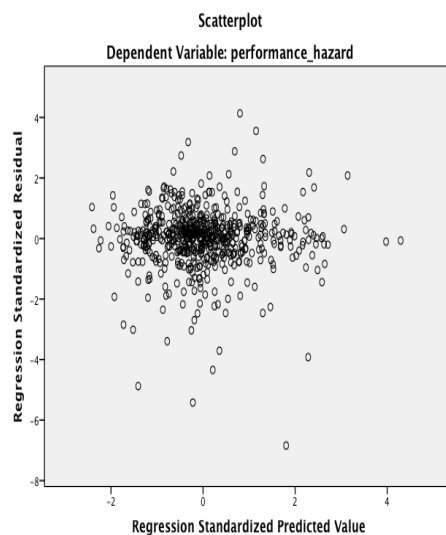
Figuur 8: Gestandaardiseerde residuen (Financieel risico)

- Homoscedasticiteit

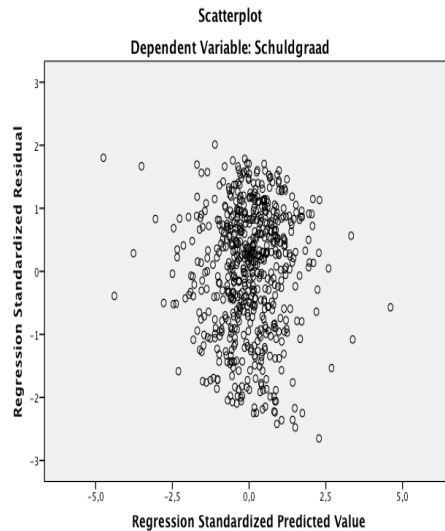
Een volgende voorwaarde om de regressieanalyse uit te voeren, is dat er sprake moet zijn van homoscedasticiteit. Dat wil zeggen dat de variantie van de residuen niet mag afhangen van de onafhankelijke variabelen. Dit kunnen we visueel controleren op de onderste grafieken. Omdat de cases op alle drie grafieken niet de neiging hebben om van links naar rechts zich verder van de nullijn te bewegen, die de gestandaardiseerde voorspelde Y-waarde weergeeft, kunnen we concluderen dat er sprake is van homoscedasticiteit.



Figuur 3: Spreidingsdiagram residuen (Venturing risk)



Figuur 10: Spreidingsdiagram residuen (Performance hazard)



**Figuur 11: Spreidingsdiagram
residuen (Financieel risico)**

- Lineaire regressie

Uiteraard moet er ook sprake zijn van een lineaire regressie, opdat men een meervoudig lineair regressiemodel zou kunnen uitvoeren. Ook dit kunnen we redelijk nauwkeurig controleren via bovenstaande grafieken. Zo wijst het feit erop, namelijk dat de residuen steeds ongeveer even ver van de nullijn verwijderd zijn, dat het regressiemodel lineair is.

- Multicollineariteit

Een laatste voorwaarde waaraan voldaan moet zijn, is dat er geen sprake is van perfecte of imperfecte multicollineariteit. We spreken van perfecte multicollineariteit wanneer een onafhankelijke variabele een perfecte lineaire functie is van een andere onafhankelijke variabele. Moest dit immers het geval zijn, dan kan dit zorgen voor vertekeningen in het regressiemodel en de bijhorende regressiecoëfficiënten. Deze vorm van multicollineariteit is echter een zeldzame verschijning.

Imperfecte multicollineariteit komt in de praktijk veel vaker voor. Dit is het geval wanneer een onafhankelijke variabele sterk gecorreleerd is met een andere onafhankelijke variabele van het regressiemodel. Als men deze correlerende variabelen in hetzelfde regressiemodel gezamenlijk integreert, dan heeft dit negatieve gevolgen voor de nauwkeurigheid van de regressiecoëfficiënten (Stock en Watson, 2007).

Tabel 4 en 5 geven de Pearson correlatiecoëfficiënten weer tussen de variabelen. Zolang deze waarden niet hoger zijn of gelijk zijn aan 0,8 is er geen probleem. Is dit wel het geval, dan is er sprake van imperfecte multicollineariteit en is het aangeraden de bewuste variabelen uit het regressiemodel te weren. Voor onze variabelen is er echter geen probleem aangezien de hoogste correlatie, die tussen de variabelen $\ln(\text{totaal activa})$ en de grootte van de raad van bestuur, maar 0,324 bedraagt. Een andere test die wij hier gaan uitvoeren, omdat er echter nog steeds een kans bestaat dat er sprake is van multicollineariteit, berekent de VIF-waarden. Indien deze waarde groter is dan 10, moeten we net zoals

in de vorige test deze variabelen uit het regressiemodel verwijderen. Onze resultaten vertonen echter nergens een VIF-waarde hoger dan drie, dus kunnen we concluderen dat er zich geen problemen met multicollineariteit voordoen.

6.6 Bespreking correlatietabellen

Tabellen 4 en 5 kunnen ons ook op weg helpen om bepaalde relaties tussen variabelen te ontdekken. Zo zien we in tabel 4 dat er een negatieve relatie is tussen venturing risk en familiebedrijven, die weliswaar significant is op het 5% significantieniveau. Dit is al een eerste aanwijzing, die bewijs levert voor onze eerste hypothese dat familiebedrijven minder venturing risk nemen dan niet-familiebedrijven. We zien ook dat er een significant negatieve relatie (1%) is tussen de grootte van het bedrijf en venturing risk. Daarnaast merken we ook een negatieve relatie op tussen de bedrijfsprestaties en het financieel risico. Dat wil zeggen dat familiebedrijven met hoge winsten een lagere schuldgraad hebben. Dit lijkt ons vrij logisch, omdat deze bedrijven eerst en vooral hun interne middelen kunnen gebruiken om hun werkzaamheden te financieren alvorens te lenen.

Tabel 5 geeft de correlatietabel weer die enkel familiebedrijven bevat. Wij stellen een opmerkelijk positief verband vast tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en het aanvaarden van performance hazard bij familiebedrijven, dat significant is op het 5% significantieniveau.

Tabel 4: Correlatietabel (familie- en niet-familiebedrijven)

| | | Correlations | | | | | | |
|--------------------|---------------------|----------------|--------------------|-------------------|------------------|------------------|---------|-------------|
| | | Venturing_risk | performance_hazard | Financieel_risico | Leeftijd_bedrijf | ln_totaal_activa | ROA_gem | fam bedrijf |
| Venturing_risk | Pearson Correlation | 1 | ,277** | -,022 | -,021 | -,129** | ,024 | -,087 |
| | Sig. (2-tailed) | | ,000 | ,587 | ,604 | ,001 | ,561 | ,033 |
| | N | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 |
| performance_hazard | Pearson Correlation | ,277** | 1 | -,009 | -,048 | -,009 | -,015 | -,003 |
| | Sig. (2-tailed) | ,000 | | ,833 | ,236 | ,834 | ,707 | ,938 |
| | N | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 |
| Financieel_risico | Pearson Correlation | -,022 | -,009 | 1 | -,044 | ,115** | -,164** | -,044 |
| | Sig. (2-tailed) | ,587 | ,833 | | ,282 | ,005 | ,000 | ,277 |
| | N | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 |
| Leeftijd_bedrijf | Pearson Correlation | -,021 | -,048 | -,044 | 1 | ,100* | -,110** | -,048 |
| | Sig. (2-tailed) | ,604 | ,236 | ,282 | | ,014 | ,007 | ,237 |
| | N | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 |
| ln_totaal_activa | Pearson Correlation | -,129** | -,009 | ,115** | ,100* | 1 | ,045 | -,329** |
| | Sig. (2-tailed) | ,001 | ,834 | ,005 | ,014 | | ,267 | ,000 |
| | N | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 |
| ROA_gem | Pearson Correlation | ,024 | -,015 | -,164** | -,110** | ,045 | 1 | -,127** |
| | Sig. (2-tailed) | ,561 | ,707 | ,000 | ,007 | ,267 | | ,002 |
| | N | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 |
| fam bedrijf | Pearson Correlation | -,087 | -,003 | -,044 | -,048 | -,329** | -,127** | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | ,033 | ,938 | ,277 | ,237 | ,000 | ,002 | |
| | N | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 | 599 |

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

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

Tabel 5: Correlatietabel (familiebedrijven)

Correlations

| | | Venturing_risk | performance_hazard | Financieel_risico | grootte | onafhankelijkheid % | CEO dualiteit | Leeftijd_bedrijf | ln_totaal_activa | ROA_gem |
|---------------------|---------------------|----------------|--------------------|-------------------|---------|---------------------|---------------|------------------|------------------|---------|
| Venturing_risk | Pearson Correlation | 1 | ,330** | ,026 | -,037 | ,075 | ,035 | ,084 | -,095 | ,105 |
| | Sig. (2-tailed) | | ,000 | ,662 | ,521 | ,200 | ,545 | ,147 | ,103 | ,072 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| performance_hazard | Pearson Correlation | ,330** | 1 | ,052 | ,067 | ,146* | -,090 | -,079 | ,053 | ,215** |
| | Sig. (2-tailed) | ,000 | | ,369 | ,254 | ,012 | ,122 | ,174 | ,367 | ,000 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| Financieel_risico | Pearson Correlation | ,026 | ,052 | 1 | ,052 | ,080 | -,036 | -,154** | ,144* | -,183** |
| | Sig. (2-tailed) | ,662 | ,369 | | ,368 | ,169 | ,541 | ,008 | ,013 | ,002 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| grootte | Pearson Correlation | -,037 | ,067 | ,052 | 1 | ,324** | -,288** | ,049 | ,311** | ,051 |
| | Sig. (2-tailed) | ,521 | ,254 | ,368 | | ,000 | ,000 | ,403 | ,000 | ,382 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| onafhankelijkheid % | Pearson Correlation | ,075 | ,146* | ,080 | ,324** | 1 | -,226** | ,197** | ,359** | -,002 |
| | Sig. (2-tailed) | ,200 | ,012 | ,169 | ,000 | | ,000 | ,001 | ,000 | ,975 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| CEO dualiteit | Pearson Correlation | ,035 | -,090 | -,036 | -,288** | -,226** | 1 | -,137* | -,144* | ,016 |
| | Sig. (2-tailed) | ,545 | ,122 | ,541 | ,000 | ,000 | | ,019 | ,013 | ,779 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| Leeftijd_bedrijf | Pearson Correlation | ,084 | -,079 | -,154** | ,049 | ,197** | -,137* | 1 | ,005 | -,085 |
| | Sig. (2-tailed) | ,147 | ,174 | ,008 | ,403 | ,001 | ,019 | | ,933 | ,147 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| ln_totaal_activa | Pearson Correlation | -,095 | ,053 | ,144* | ,311** | ,359** | -,144* | ,005 | 1 | ,093 |
| | Sig. (2-tailed) | ,103 | ,367 | ,013 | ,000 | ,000 | ,013 | ,933 | | ,110 |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| ROA_gem | Pearson Correlation | ,105 | ,215** | -,183** | ,051 | -,002 | ,016 | -,085 | ,093 | 1 |
| | Sig. (2-tailed) | ,072 | ,000 | ,002 | ,382 | ,975 | ,779 | ,147 | ,110 | |
| | N | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |

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

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

6.7 Resultaten regressieanalyse

Om het verschil in risicogedrag tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven te kunnen nagaan, alsook de relaties tussen de karakteristieken van de raad van bestuur en het risicogedrag van familiebedrijven, maken we gebruik van de meervoudige lineaire regressie. Alvorens over te gaan tot deze regressieanalyse moeten eerst enkele basisassumpties worden nagegaan (zie hiervoor 6.5). Voor het runnen van onze regressiemodellen hebben we gekozen voor het softwareprogramma IBM SPSS Statistics 20. Aangezien we risicogedrag van bedrijven concreet gaan meten a.d.h.v. drie afhankelijke variabelen, namelijk venturing risk, performance hazard risk en financieel risico, zullen we voor elk type van risico aparte regressiemodellen hanteren. Om de hypothesen 1, 2 en 3 te testen bevat onze steekproef zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven. Vervolgens maken we voor de volgende hypothesen enkel nog gebruik van de aanwezige familiebedrijven. Hieronder worden onze verschillende regressiemodellen weergegeven. In onze eerste drie modellen worden de karakteristieken van de raad van bestuur nog niet opgenomen. Hier is het enkel de bedoeling de verschillen in risicogedrag tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven te onderzoeken. Vanaf het vierde model testen we enkel nog de invloed van de raad van bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven, waar deze masterproef hoofdzakelijk om draait.

➤ Eerste model

$$\text{Venturing_risk} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_bedrijf} + \beta_2\text{Leeftijd_bedrijf} + \beta_3\text{Bedrijf_sector} + \beta_4\text{Bedrijf_prestaties} + \beta_5\text{Dummyfamiliebedrijf} + \varepsilon$$

➤ Tweede model

$$\text{Performance_hazard_risk} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_bedrijf} + \beta_2\text{Leeftijd_bedrijf} + \beta_3\text{Bedrijf_sector} + \beta_4\text{Bedrijf_prestaties} + \beta_5\text{Dummy_familiebedrijf} + \varepsilon$$

➤ Derde model

$$\text{Financieel_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_bedrijf} + \beta_2\text{Leeftijd_bedrijf} + \beta_3\text{Bedrijf_sector} + \beta_4\text{Bedrijf_prestaties} + \beta_5\text{Dummy_familiebedrijf} + \varepsilon$$

De drie vorige modellen zijn volledig identiek aan elkaar, buiten het feit dat we telkens een andere vorm van risicogedrag als afhankelijke variabele nemen. In de drie volgende modellen nemen we vervolgens onze drie karakteristieken van de raad van bestuur op. Als de VIF-waarden het toestaan, kunnen wij de regressiemodellen met de grootte en onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit tegelijkertijd.

➤ **Vierde model**

$$\text{Venturing_risk} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_bedrijf} + \beta_2\text{Leeftijd_bedrijf} + \beta_3\text{Bedrijf_sector} + \beta_4\text{Bedrijf_prestaties} + \beta_5\text{Grootte_RvB} + \beta_6\text{Onafhankelijkheid_RvB} + \beta_7\text{CEO-dualiteit} + \varepsilon$$

➤ **Vijfde model**

$$\text{Performance_hazard_risk} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_bedrijf} + \beta_2\text{Leeftijd_bedrijf} + \beta_3\text{Bedrijf_sector} + \beta_4\text{Bedrijf_prestaties} + \beta_5\text{Grootte_RvB} + \beta_6\text{Onafhankelijkheid_RvB} + \beta_7\text{CEO-dualiteit} + \varepsilon$$

➤ **Zesde model**

$$\text{Financieel_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_bedrijf} + \beta_2\text{Leeftijd_bedrijf} + \beta_3\text{Bedrijf_sector} + \beta_4\text{Bedrijf_prestaties} + \beta_5\text{Grootte_RvB} + \beta_6\text{Onafhankelijkheid_RvB} + \beta_7\text{CEO-dualiteit} + \varepsilon$$

Alle regressiemodellen zijn identiek voor alle hypothesen, buiten het feit dat we voor het testen van hypothesen 1, 2 en 3 gebruik maken van de dummy variabele 'Familie_bedrijf', terwijl we voor de overige hypothesen deze variabele niet nodig hebben omdat we enkel en alleen familiebedrijven testen.

Bij het testen van onze hypothesen maken we gebruik van de significantieniveau's 0,10 (10%), 0,05 (5%) en 0.01 (1%) met de bijhorende betrouwbaarheidsniveau's van respectievelijk 90%, 95% en 99%. Dit niveau staat voor de zekerheid die men heeft dat het resultaat binnen het betrouwbaarheidsinterval valt. Om na te gaan of onze onafhankelijke variabelen een significante invloed hebben op de soorten van risicogedrag, kijken we naar de p-waarde.

6.7.1 Verschil risicogedrag van familiebedrijven vs. niet-familiebedrijven

Alvorens over te gaan tot het bespreken van onze resultaten betreffende de invloed van de karakteristieken van de raad van bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven, zullen we hier eerst de verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven nader toelichten.

6.7.1.1 Venturing risk

Zoals hypothese 1 al laat uitschijnen, verwachten wij dat familiebedrijven minder venturing risk zullen nemen dan niet-familiebedrijven.

Tabel 6: Regressiemodel 1

| R | R ² | Std. Error of the Estimate | F | Sig. |
|-------|----------------|----------------------------|-------|-------|
| 0,255 | 0,065 | 7,12908 | 6,046 | 0,000 |

In tabel 5 kunnen we aflezen dat 6,5% van de variantie van onze afhankelijke variabele venturing risk te verklaren valt door de onafhankelijke variabelen in ons regressiemodel. Dit is grotendeels te wijten aan het feit dat welgeteld vier van de zeven onafhankelijken significant zijn op het 10% significantieniveau. Wij staan vooral stil bij de dummy variabele 'familie_bedrijf', die een opmerkelijke p-waarde van 0,000 heeft en dus significant is op het 1% significantieniveau. De waarde van de coëfficiënt bedraagt -3,240. Hieruit kunnen we concluderen dat familiebedrijven minder venturing risk nemen dan niet-familiebedrijven, wat in overeenstemming is met hypothese 1. We hebben dus voldoende bewijs om hypothese 1 te aanvaarden.

Tabel 7: Effect 'familiebedrijf' op Venturing risk

| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 23,670 | 3,155 | | 7,502 | ,000 |
| Dienstensector | 1,638 | ,855 | ,084 | 1,916 | ,056 |
| Industriesector | 1,478 | ,737 | ,091 | 2,006 | ,045 |
| Bouwnijverheid | ,072 | ,809 | ,004 | ,090 | ,929 |
| Leeftijd_bedrijf | -,018 | ,020 | -,035 | -,878 | ,380 |
| Ln_totaal_activa | -,952 | ,190 | -,211 | -5,001 | ,000 |
| ROA_gem | -,043 | ,032 | -,053 | -1,336 | ,182 |
| Dummy_fambedrijf | -3,240 | ,774 | -,175 | -4,188 | ,000 |

6.7.1.2 Performance hazard risk

Vervolgens gaan we na of familiebedrijven significant meer performance hazard aanvaarden dan niet-familiebedrijven. Als we naar de gegevens uit onderstaande tabel kijken, zien we dat ons model significant is. Wat opvalt is dat enkel de leeftijd van het bedrijf significant is op het 10% significantieniveau, maar ook de bedrijfsprestaties (1%). De determinatiecoëfficiënt bedraagt 0,021. D.w.z. dat enkel 2,1% van de variantie van performance hazard wordt verklaard door de onafhankelijke variabelen die in ons model zijn opgenomen.

Tabel 8: Regressiemodel 2

| R | R ² | Std. Error of the Estimate | F | Sig. |
|-------|----------------|----------------------------|-------|-------|
| 0,143 | 0,021 | 14,23023 | 1,870 | 0,072 |

Tabel 7 geeft een negatieve waarde weer voor de dummy variabele 'familie_bedrijf'. Deze coëfficiënt moeten we echter interpreteren als dat familiebedrijven minder performance hazard aanvaarden dan niet-familiebedrijven. De p-waarde is niet significant, maar de absolute t-waarde is echter wel groter dan 1, wat erop wijst dat er toch een mogelijk effect is. Toch kunnen we hypothese 2, die stelt dat familiebedrijven meer performance hazard aanvaarden dan niet-familiebedrijven, niet aanvaarden.

Tabel 9: Effect 'familiebedrijf' op performance hazard

| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 11,337 | 6,370 | | 1,780 | ,076 |
| Dienstensector | ,031 | 1,687 | ,001 | ,018 | ,985 |
| Industriesector | ,820 | 1,452 | ,026 | ,564 | ,573 |
| Bouwnijverheid | 1,014 | 1,600 | ,029 | ,634 | ,526 |
| Leeftijd_bedrijf | -,076 | ,040 | -,077 | -1,907 | ,057 |
| Ln_totaal_activa | -,170 | ,384 | -,019 | -,443 | ,658 |
| ROA_gem | -,184 | ,064 | -,116 | -2,880 | ,004 |
| Dummy_fambedrijf | -2,256 | 1,521 | -,063 | -1,483 | ,139 |

6.7.1.3 Financieel risico

In onze derde hypothese controleren we of familiebedrijven meer financieel risico nemen dan niet-familiebedrijven. Volgens ons model, dat zéér significant is, wordt 6,5% van de variantie van financieel risico verklaard door de opgenomen onafhankelijke variabelen.

Tabel 10: Regressiemodel 3

| R | R ² | Std. Error of the Estimate | F | Sig. |
|-------|----------------|----------------------------|-------|-------|
| 0,255 | 0,065 | 24,47330 | 6,126 | 0,000 |

De coëfficiënt van onze dummy variabele 'familie_bedrijf' geeft een negatieve waarde weer van -1,458. Ze is echter niet significant waardoor we niet kunnen concluderen dat familiebedrijven meer financieel

risico nemen dan niet-familiebedrijven. Op basis van deze gegevens moeten we besluiten dat hypothese 3 niet aanvaard kan worden. Hieruit moeten we mogelijk concluderen dat familiebedrijven, zoals Gonzalez et al. (2012) al eerder stelden, enerzijds meer financieel risico nemen waardoor men minder snel de controle over het familiebedrijf zal verliezen, maar anderzijds minder financieel risico neemt.

Tabel 11: Effect 'familiebedrijf' op financieel risico

| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| | (Constant) | 33,590 | 11,369 | | |
| Dienstensector | 5,099 | 2,943 | ,076 | 1,732 | ,084 |
| Industriesector | -3,097 | 2,521 | -,056 | -1,229 | ,220 |
| Bouwnijverheid | -2,126 | 2,767 | -,035 | -,768 | ,443 |
| Leeftijd_bedrijf | -,133 | ,069 | -,076 | -1,925 | ,055 |
| Ln_totaal_activa | 2,113 | ,679 | ,131 | 3,111 | ,002 |
| ROA_gem | -,556 | ,114 | -,193 | -4,865 | ,000 |
| Dummy_fambedrijf | -1,458 | 2,662 | -,023 | -,548 | ,584 |

6.7.2 Invloed karakteristieken raad van bestuur op risicogedrag van familiebedrijven

Hier komen we toe aan het essentiële onderwerp van deze masterproef. De theorieën die we in hoofdstuk vijf hebben aangehaald, zullen we nu onderzoeken in de praktijk a.d.h.v. de opgestelde hypothesen. Eerst bespreken we de invloed van de karakteristieken van de raad van bestuur op venturing risk binnen familiebedrijven. Vervolgens doen we hetzelfde voor performance hazard risk en financieel risico.

6.7.2.1 Resultaten betreffende venturing risk

Om de invloed van de karakteristieken van de raad van bestuur op venturing risk te onderzoeken maken we net zoals in de vorige modellen gebruik van de meervoudige regressieanalyse. Uit tabel 12 valt af te lezen dat ons model tot op 5% significant is. Hieruit leiden we af dat het model onze afhankelijke variabele venturing risk redelijk goed kan verklaren. Meer bepaald verklaren de onafhankelijke variabelen, die opgenomen zijn in dit model, 5,8% van de variantie van venturing risk.

Tabel 12: Regressiemodel 4

| R | R ² | Std. Error of the Estimate | F | Sig. |
|-------|----------------|----------------------------|-------|-------|
| 0,249 | 0,062 | 5,33325 | 2,142 | 0,026 |

We weten nu dat ons model significant is, zodat de volgende stap het interpreteren van onze resultaten over de variabelen is. Tabel 13 geeft een overzicht van de opgenomen onafhankelijke variabelen en controlevariabelen. Zoals al eerder bepaald, aanvaardden we maximaal een significantieniveau van 10%. Als we hiermee rekening houden, constateren we dat de variabele onafhankelijkheid van de raad van bestuur significant is op het 5% significantieniveau. Omdat de bijhorende regressiecoëfficiënt positief is, zien we dat een toename van de onafhankelijkheid van de raad van bestuur een positieve invloed heeft op venturing risk binnen familiebedrijven. Hypothese 5a wordt dus aanvaard. Om deze relatie te verklaren kunnen we ons zowel op de agency theorie als de stewardship theorie baseren. Beiden voorspellen immers een positieve relatie tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en venturing risk. De agency theorie stelt daarbij voorop dat de hoofdtaak van de raad het controleren van de familiale managers is, omdat er dreiging bestaat voor agency conflicten zoals ouderlijk altruïsme en het free-rider probleem (Gabrielsson en Huse, 2005), die venturing risk in de weg zouden kunnen staan. Onder de stewardship theorie echter, is het verlenen van advies de belangrijkste taak van de raad (Anderson en Reeb, 2004). Volgens deze theorie primeren voor familiale managers de bedrijfsdoelen op het individuele belang. Daarom is het niet nodig dat de raad van bestuur de familiale managers controleert, maar vooral het management ondersteunt d.m.v. hun ervaring, vaardigheden en kritische denkwijzen, die het nemen van venturing risk mogelijk stimuleren (Minichilli et al., 2009). Al deze taken worden eveneens naar voor geschoven door de resource dependency theorie (Castanias en Helfat, 2001).

Daarentegen hebben de grootte van de raad van bestuur en CEO-dualiteit geen significante invloed op venturing risk. Zoals verwacht vinden we wel een positieve waarde voor de variabele CEO-dualiteit, wat zou betekenen dat CEO-dualiteit gepaard gaat met meer venturing risk. Deze waarde is echter niet significant en ook de t-waarde doet niet vermoeden dat er enige invloed bestaat. We kunnen daarom hypothesen 4a en 6a niet aanvaarden.

Tabel 13: Effect karakteristieken raad van bestuur op venturing risk

| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|---------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 13,835 | 3,753 | | 3,686 | ,000 |
| Dienstensector | ,371 | ,991 | ,023 | ,374 | ,709 |
| Industriesector | 1,466 | ,747 | ,128 | 1,963 | ,051 |
| Bouwnijverheid | ,495 | ,908 | ,035 | ,545 | ,586 |
| Leeftijd_bedrijf | ,023 | ,022 | ,062 | 1,070 | ,285 |
| Ln_totaal_activa | -,695 | ,250 | -,175 | -2,784 | ,006 |
| ROA_gem | ,088 | ,041 | ,124 | 2,145 | ,033 |
| Grootte RvB | -,166 | ,272 | -,039 | -,609 | ,543 |
| onafhankelijkheid % | 2,523 | 1,110 | ,146 | 2,273 | ,024 |
| CEO-dualiteit | ,367 | ,658 | ,034 | ,558 | ,577 |

Verder kunnen we als conclusie trekken dat de controlevariabele 'Ln_totaal_activa', die wij gebruiken als proxy voor de grootte van het familiebedrijf, een negatieve invloed heeft op venturing risk. Dit resultaat is significant op het 1% significantieniveau. Eerder vonden Welsh en Zellweger (2010) al een negatieve relatie tussen de grootte en venturing risk. Ook de controlevariabelen 'ROA_gem' en 'Industrie' zijn significant op respectievelijk het 5% en 10% significantieniveau. Familiebedrijven in de industriesector nemen meer venturing risk dan deze in de groothandelsector. Gomez-Mejia et al. (2010) verwachtten ook een verschil tussen de sectoren. Tegenstrijdig met de resultaten van Jones et al. (2008) vinden we wel een positieve relatie tussen de bedrijfsprestaties en venturing risk.

6.7.2.2 Resultaten betreffende performance hazard risk

Vervolgens meten we de mogelijke invloed van de raad van bestuur op de aanvaarding van performance hazard bij familiebedrijven. Ons model is wederom significant op het 1% niveau van significantie.

Tabel 14: Regressiemodel 5

| R | R ² | Std. Error of the Estimate | F | Sig. |
|-------|----------------|----------------------------|-------|-------|
| 0,277 | 0,077 | 11,99654 | 2,752 | 0,004 |

De onafhankelijkheid van de raad van bestuur is de enige van onze drie variabelen die significant is. Dit verband is significant op het 5% significantieniveau. Zeer opmerkelijk is het positieve teken van de bijhorende regressiecoëfficiënt. Die wijst er immers op dat een onafhankelijke raad van bestuur ervoor zorgt dat familiebedrijven juist meer performance hazard gaan aanvaarden. Dit is volledig in tegenstelling tot onze verwachting. Hypothese 5b wordt dus niet aanvaard. Er zijn enkele mogelijke redenen die dit resultaat zouden kunnen verklaren. Leden van de raad van bestuur zullen ernaar streven hun relaties met het familiebedrijf hoog te houden. Omdat zij een duurzame relatie willen uitbouwen met het bedrijf, zodat zij hun functie als bestuurder dan mogelijk langer kunnen uitoefenen, gaan zij het management minder streng controleren (Daily et al., 1998). Deze zienswijze is in strijd met de stewardship theorie, die zegt dat managers in het bedrijf zich als een soort van 'steward' gaan gedragen, waardoor het minder nodig is dat de raad van bestuur hen controleert. Zij zullen zich daarom meer toespitsen op het verlenen van advies (Corbetta en Salvato, 2004). Voor het positieve verband tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en het aanvaarden van performance hazard, verwijzen wij hier echter toch naar de eerste zienswijze. Wij komen hier immers tot de vaststelling dat onafhankelijke bestuurders het management minder gaan controleren, waardoor zij ongestoord meer performance hazard kunnen aanvaarden, omdat de onafhankelijke bestuurders vooral bezig zijn met het uitbouwen van een duurzame relatie met het familiebedrijf. Zo kunnen de familiale managers toch acties ondernemen om hun 'socioemotional wealth' te behouden.

Onze twee andere variabelen, betreffende de raad van bestuur, leveren geen significante resultaten op. Opvallend daarbij is ook dat beide regressiecoëfficiënten een omgekeerd teken dan verwacht opleveren. De waarden zijn echter niet significant, waardoor we concluderen dat de grootte van de raad van bestuur en CEO-dualiteit geen invloed hebben op het aanvaarden van performance hazard binnen familiebedrijven. Hypotheses 4b en 6b worden daarom niet aanvaard.

Tabel 15: Effect karakteristieken raad van bestuur op performance hazard

| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|---------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 5,910 | 8,760 | | ,675 | ,500 |
| Dienstensector | -,686 | 2,209 | -,019 | -,310 | ,756 |
| Industriese sector | ,234 | 1,663 | ,009 | ,141 | ,888 |
| Bouwnijverheid | -1,228 | 2,022 | -,038 | -,607 | ,544 |
| Leeftijd_bedrijf | -,086 | ,048 | -,103 | -1,796 | ,074 |
| Ln_totaal_activa | -,187 | ,587 | -,020 | -,318 | ,751 |
| ROA_gem | ,340 | ,092 | ,208 | 3,686 | ,000 |
| Grootte RvB | ,067 | ,609 | ,007 | ,111 | ,912 |
| onafhankelijkheid % | 5,631 | 2,469 | ,144 | 2,280 | ,023 |
| CEO-dualiteit | -1,398 | 1,466 | -,057 | -,954 | ,341 |

6.7.2.3 Resultaten betreffende financieel risico

Tenslotte bespreken we de resultaten betreffende het financieel risico van familiebedrijven. De F-test geeft wederom aan dat ons model significant is op het 1% niveau van significantie. Het model verklaart 11,3% van de totale variantie van onze afhankelijke variabele financieel risico.

Tabel 16: Regressiemodel 6

| R | R ² | Std. Error of the Estimate | F | Sig. |
|-------|----------------|----------------------------|-------|-------|
| 0,336 | 0,113 | 24,31950 | 4,208 | 0,000 |

Wanneer we echter onze variabelen van naderbij bekijken zien we dat deze variantie niet verklaard wordt door onze drie relevante variabelen, betreffende de raad van bestuur. Onze variabelen vertonen wel het verwachte teken. Uit de tabel blijkt dat de grootte en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur een positief effect heeft op het financieel risico van bedrijven. Daarnaast brengt CEO-dualiteit een lager financieel risico met zich mee. Deze resultaten zijn echter niet significant, waardoor we ook geen bevestigende conclusies kunnen trekken. Hypotheses 4c, 5c en 6c worden daarom niet aanvaard, aangezien er geen verband bestaat tussen de invloed van onze drie karakteristieken van de raad van bestuur en het financieel risico bij familiebedrijven.

Tabel 17: Effect karakteristieken raad van bestuur op financieel risico

| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|---------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 22,303 | 18,182 | | 1,227 | ,221 |
| Dienstensector | 7,241 | 4,463 | ,099 | 1,622 | ,106 |
| Industriese sector | ,106 | 3,373 | ,002 | ,031 | ,975 |
| Bouwnijverheid | 5,638 | 4,118 | ,084 | 1,369 | ,172 |
| Leeftijd_bedrijf | -,313 | ,099 | -,178 | -3,167 | ,002 |
| Ln_totaal_activa | 3,128 | 1,211 | ,156 | 2,584 | ,010 |
| ROA_gem | -,780 | ,188 | -,230 | -4,160 | ,000 |
| Grootte RvB | ,082 | 1,239 | ,004 | ,066 | ,947 |
| onafhankelijkheid % | 3,441 | 5,051 | ,042 | ,681 | ,496 |
| CEO-dualiteit | -1,234 | 2,959 | -,024 | -,417 | ,677 |

Betreffende de leeftijd van familiebedrijven kunnen we wel een duidelijke conclusie trekken. De leeftijd van het familiebedrijf is immers negatief gerelateerd aan financieel risico. Jongere familiebedrijven hebben dus een lagere schuldgraad dan oudere. Dit is in lijn met de resultaten van Diamond (1989). Hij

stelt dat jonge bedrijven nog geen sterke reputatie hebben, waardoor het voor banken moeilijk is hun kredietwaardigheid te schatten. Het gevolg is dat de banken daarom hogere interesten vragen op een lening en dat bedrijven minder geneigd zijn tegen die hoge tarieven een lening aan te gaan.

Daarnaast is er ook een significante invloed van de grootte van het familiebedrijf op het financieel risico. Sogorb-Mira (2005) kwam tot dezelfde bevinding bij gewone bedrijven. Grote familiebedrijven hebben veel financieringsmiddelen nodig, maar omdat bij grote bedrijven deze middelen sneller zijn opgebruikt, is men genoodzaakt externe middelen aan te wenden zoals leningen.

De laatste variabele, die een significante invloed vertoont, is 'ROA_gem'. Een mogelijke verklaring is terug te vinden in de pecking-order theorie (Myers en Majluf, 1984). Bedrijven gaan volgens deze theorie eerst interne bronnen gebruiken om hun investeringen te financieren en vervolgens pas overstappen op externe financiering. Winstgevende bedrijven gaan dus een lagere schuldgraad vertonen met een lager financieel risico tot gevolg. Deze resultaten kunnen dus nu ook veralgemeend worden tot familiebedrijven.

7 Conclusies

Het doel van deze masterproef is enerzijds onderzoeken of er een verschil in risicogedrag bestaat tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven en anderzijds of bepaalde karakteristieken van de raad van bestuur een invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. We deden hiervoor eerst een literatuurstudie met de bedoeling een overzicht te krijgen van de beschikbare literatuur. Vervolgens gingen we over tot een empirisch onderzoek dat als hoofddoel heeft een antwoord te vinden op onze centrale onderzoeksvraag. Voor het testen van de ontwikkelde hypotheses, werd er gebruik gemaakt van een steekproef met uitsluitend Belgische niet-beursgenoteerde familie- en niet-familiebedrijven.

7.1 Empirisch onderzoek

De eerste deelvraag behandelt de vraag of er een verschil bestaat in het risicogedrag van familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Uit eerder onderzoek was al gebleken dat familiebedrijven minder venturing risk nemen dan niet-familiebedrijven, maar dat ze wel meer performance hazard zouden aanvaarden (Gomez-Mejia, 2007). Onze resultaten uit het empirisch onderzoek kunnen echter enkel bevestigen dat familiebedrijven minder venturing risk nemen dan niet-familiebedrijven. Dit bevestigt het vermoeden dat familiebedrijven, waar management en eigendom elkaar vaak overlappen, minder venturing risk nemen, opdat zo hun 'socioemotional wealth' behouden blijft. De overlapping van eigendom en management brengt dus wel degelijk (eerder werd gedacht dat overlapping eigendom en management juist geen agency kosten veroorzaakte) agency kosten met zich mee, vanwege bijvoorbeeld ouderlijk altruïsme (Schulze et al., 2001, 2003). Hypothese 2, die nagaat of familiebedrijven meer performance hazard aanvaarden dan niet-familiebedrijven, kan niet worden aanvaard. De hoge t-waarde doet in tegenstelling vermoeden dat familiebedrijven juist minder performance hazard aanvaarden dan niet-familiebedrijven, wat tegengesteld is aan onze verwachtingen. Mogelijk waren familiebedrijven beter gewapend tegen de economische crisis, waardoor hun performance hazard lagere waarden aanneemt. We kunnen dit verder staven a.d.h.v. onze reeds bekomen resultaten betreffende venturing risk, waaruit we opmaken dat familiebedrijven zich minder bezighouden met risicovolle projecten. Wat betreft het verschil in financieel risico van familiebedrijven en niet-familiebedrijven stellen we geen significante resultaten vast. Dit is mogelijk te verduidelijken doordat familiebedrijven enerzijds minder financieel risico nemen, wat te verklaren valt door de hiermee gepaard gaande lagere financiële kosten, maar anderzijds ook meer financieel risico nemen, omdat men dan makkelijker de controle over het familiebedrijf kan behouden (Gonzalez et al., 2012).

De volgende drie deelvragen hebben enkel betrekking op familiebedrijven. We gaan na of de drie behandelde karakteristieken van de raad van bestuur, namelijk de grootte en onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit, een mogelijke invloed hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. Specifiek onderzoeken we hun invloed op venturing risk, performance hazard risk en financieel risico.

Op basis van onze literatuurstudie verwachten we dat de grootte van de raad van bestuur een positief effect heeft op venturing risk. Een grotere raad zou immers de nodige vaardigheden, ondernemerskennis en relaties met de buitenwereld bezitten, waardoor men meer investeringsprojecten kan aangaan. Dit zal vervolgens leiden tot het nemen van meer venturing risk. Daarnaast werd gesteld dat CEO-dualiteit ervoor zorgt dat men meer venturing risk gaat nemen. Een CEO, die ook voorzitter van de raad van bestuur is, heeft meer beslissingsmacht waardoor men meer risicovolle beslissingen kan aangaan. Anders dan verwacht, kunnen we geen significant bewijs vaststellen die deze hypothesen staft. Wat wel strookte met onze verwachtingen is de significante invloed tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en venturing risk. Wij bevestigen hierbij de resultaten van vorige onderzoeken (Gonzalez et al., 2012; Su en Lee, 2012). Familiebedrijven focussen zich op het behoud van hun 'socioemotional wealth'. Maar de aanstelling van onafhankelijke leden in de raad van bestuur zorgt er voor dat het agency conflict tussen de familie en niet-familiale eigenaars, namelijk dat familiale eigenaars hun familiale belangen in plaats van de financiële belangen nastreven, beperkt blijft (Chrisman et al., 2004).

De resultaten, betreffende performance hazard, leveren vergelijkbare uitkomsten op. Er werd geen significante relatie vastgesteld, noch tussen de grootte van de raad van bestuur en performance hazard risk, noch tussen CEO-dualiteit en performance hazard. Een opmerkelijke bevinding was echter de significante positieve invloed van de onafhankelijkheid van de raad van bestuur op het aanvaarden van performance hazard binnen familiebedrijven. Dit is immers omgekeerd aan onze verwachting, dat een onafhankelijke raad juist minder performance hazard zou aanvaarden. Een mogelijke verklaring is dat onafhankelijke leden toch niet voor extra controle zorgen binnen een familiebedrijf, maar dat ze er vooral zijn om de familieleden andere diensten te verlenen (Daily et al, 1998). Verder onderzoek is noodzakelijk om deze merkwaardige relatie te doorgronden.

Tenslotte werd er ook nog onderzocht of het financieel risico van familiebedrijven beïnvloed wordt door de karakteristieken van de raad van bestuur. Hier werd echter geen bewijs gevonden, opdat de grootte en onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit een invloed uitoefenen op het financieel risico. Wel stelden we vast dat het financieel risico van familiebedrijven deels verklaard wordt door enkele controlevariabelen (leeftijd, grootte en bedrijfsprestaties), opgenomen in ons regressiemodel. Hierbij kunnen we de resultaten van vorig onderzoek bevestigen (Diamond, 1989; Sogorb-Mira, 2005; Myers en Majluf, 1984).

7.2 Bijdrage aan de literatuur

De resultaten in deze masterproef liggen grotendeels in lijn met vorig onderzoek. Onze vaststelling dat familiebedrijven minder venturing risk nemen dan niet-familiebedrijven, baseren we net zoals eerdere artikelen op het feit dat de overlapping tussen eigendom en management wel degelijk inefficiënties met zich meebrengt (Schulze et al., 2001, 2003). Hiermee wordt nog eens benadrukt dat er wel degelijk agency conflicten bestaan binnen familiebedrijven.

In deze masterproef sloegen we echter ook een nieuwe weg in. We trachtten immers de invloed te onderzoeken van de grootte en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en CEO-dualiteit op het risicogedrag van familiebedrijven. Hierbij beperkten we ons niet enkel op venturing risk, maar ook op performance hazard en financieel risico. Onze relevante resultaten hebben betrekking op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Zo werd vastgesteld dat onafhankelijke leden ervoor zorgen dat familiebedrijven meer venturing risk nemen. Om dit resultaat te verklaren baseren we ons zowel op de stewardship theorie als de agency theorie. Een merkwaardig resultaat is echter dat de onafhankelijkheid van de raad van bestuur een positieve invloed heeft op het aanvaarden van performance hazard. Om dit te verklaren maken we gebruik van de stewardship theorie. Die stelt dat managers in een bedrijf zich als 'stewards' gaan gedragen. Hierdoor is de controle van het management niet meer de hoofdtaak van de raad van bestuur, maar zal zij zich vooral toespitsen op het verlenen van advies (Corbetta en Salvato, 2004). Vanwege de minder strenge controle zal het management makkelijker performance hazard kunnen aanvaarden. Een andere mogelijke verklaring is dat bestuurders vooral bezig zijn hun relaties met het familiebedrijf hoog te houden. Zij zijn daarom mogelijk minder geneigd streng te controleren en zo de hoop te koesteren hun functie als bestuurder niet kwijt te spelen (Daily et al., 1998). Hierover is zeker verder onderzoek vereist.

7.3 Praktische implicaties

Onze vastgestelde resultaten kunnen van menig nut zijn in de praktijk. Onze vaststelling dat onafhankelijke leden in de raad van bestuur een positieve invloed hebben op de raad van bestuur, kan familiebedrijven ertoe motiveren onafhankelijke leden te introduceren. Dit is vooral belangrijk wanneer men zich focust op een grotere groei.

Ook voor stakeholders, zoals investeerders en banken, zijn onze bevindingen zeer praktisch. Zij investeren het liefst in bedrijven die mooie winstcijfers voorleggen. Deze zijn echter moeilijk te realiseren als men geen venturing risk onderneemt. Daarom kunnen deze stakeholders beter op voorhand de samenstelling van de raad van bestuur onder de loep nemen, omdat men daaruit mogelijk al conclusies kan trekken omtrent het risicogedrag.

7.4 Beperkingen masterproef

Tenslotte gaan we nog kort in op de beperkingen van deze masterproef. Ten eerste hebben we in deze masterproef enkel onderzoek verricht naar Belgische niet-beursgenoteerde bedrijven. Onze resultaten hebben dus enkel betrekking op deze ondernemingen, waardoor we geen uitspraak kunnen doen over beursgenoteerde bedrijven.

Een volgende beperking is dat het zou kunnen dat sinds het afnemen van de enquête, de toen als familiebedrijf geïdentificeerde bedrijven niet meer in handen zijn van een familie. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn na een overname of een verkoop van het bedrijf. Voor een steekproef van bedrijven

hebben we dit wel zo goed mogelijk na proberen te gaan. Op basis van de gegevens beschikbaar in Bel-First controleerden we onze classificering op basis van de volgende criteria (Steijvers, 2006):

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

Als aan één of meerdere van deze criteria voldaan is, gaan wij ervan uit dat het bewuste bedrijf een familiebedrijf is. Op basis van deze criteria kunnen we besluiten dat voor de grote meerderheid van bedrijven de classificatie tot familiebedrijf bevestigd wordt. We concluderen daarom dat de foutmarge beperkt zal blijven.

Het feit dat onze data de periode tussen 2007 en 2011 bestrijkt, een periode waarin de economische crisis hevig losbarstte, kan ook een mogelijke invloed hebben op onze resultaten. Zo kon onze hypothese, die stelt dat familiebedrijven meer performance hazard aanvaarden dan niet-familiebedrijven, niet aanvaard worden. Opvallend hierbij was dat niet-familiebedrijven in deze periode opmerkelijk meer performance hazard aanvaardden dan familiebedrijven. Een mogelijke verklaring is dat familiebedrijven beter gewapend waren tegen de economische crisis, waardoor hun performance hazard, die eigenlijk het verschil in prestaties tussen het jaar 2011 en 2007 waarneemt, kleinere waarden aanneemt. Dit zou kunnen ondersteund worden door het feit dat familiebedrijven zich minder bezighouden met risicovolle projecten (zie hypothese 1: venturing risk).

Tot slot moeten we opmerken dat maar een beperkt percentage van de variantie in de drie soorten van risicogedrag verklaard worden door onze opgenomen variabelen. Hieruit stellen we vast dat er nog andere variabelen dan de karakteristieken van de raad van bestuur het risicogedrag van familiebedrijven beïnvloeden (zie hiervoor 3.3).

Lijst met geraadpleegde werken

- Allen, W.T. en Berkley, W.R. (2003). In defense of the CEO chair. *Harvard Business Review*, 81, 24-25.
- Anderson, R.C. en Reeb, D.M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.
- Anderson, R.C. en Reeb, D.M. (2004). Board composition: balancing family influence in SanP 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
- Anderson, R.C., Duru, A. en Reeb, D.M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1744-1758.
- Arrègle, J., Hitt, M.A., Sirmon, D.G. en Very, P. (2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of Management Studies*, 44, 73-95.
- Astrachan, J.H., Klein, S. en Smyrniotis, K. X. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 15, 45-58.
- Bammens, Y., Voordeckers, W. en Van Gils, A. (2008). Boards of directors in family firms: a generational perspective. *Small Business Economics*, 31, 163-180.
- Bammens, Y. en Voordeckers, W. (2009). The board's control tasks in family firms: theoretical perspectives and exploratory evidence. In Huse, M. (ed.), *The value Creating Board: Corporate Governance and Organizational Behaviour*. Abingdon: Routledge, 413-422.
- Bammens, Y., Voordeckers, W. en Van Gils, A. (2010). Boards of directors in family businesses: A literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13, 134-152.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Beatty, R. en Zajac, E. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39, 313-335.
- Bhojraj, S. en Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, 76, 455-475.
- Bianco, M., Bontempi, M.E., Golinelli, R. en Parigi, G. (2012). Family firms' investments, uncertainty and opacity. *Small Business Economics* in press.
- Blanchard, D. en Dionne, G. (2004). Gestion des risques et gouvernance d'entreprise. *Assurances et gestion des risques*, 71, 397-406.
- Braun, M. en Sharma, A. (2007). Should the CEO also be Chair of the Board? An Empirical Examination of Family Controlled Public Firms. *Family Business Review*, 20, 111-126.

Cassilas, J.C., en Moreno, A.M. (2010). The relationship between entrepreneurial orientation and growth: the moderating role of family involvement. *Entrepreneurship & Regional Development*, 22, 265-91.

Cassilas, J.C., Moreno, A.M., en Barbero, J.L. (2011). Entrepreneurial orientation of family firms: family and environmental dimensions. *Journal of Family Business Strategy*, 2, 90-100.

Castanias, R.P. and Helfat, C.E. (2001). The managerial rents model: theory and empirical analysis. *Journal of Management*, 27, 661-678.

Casson, M. (1999). The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 17, 10-23.

Cespedes, J., Gonzalez, M. en Molina, Carlos A. (2010). Ownership and Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63,?

Chami, R. en Fullenkamp, C. (1997). What's different about family business? Social Science Research Network: Organizations and Markets Abstracts, Internet, Working Paper Series file no. 98061505.

Chen, C.J. en Hsu, W.T. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment. *Family Business Review*, 22, 347-362.

Cheng, S., Evans, J.H. en Nagarajan, N.J. (2008). Board size and firm performance: the moderating effects of the market for corporate control. *Review of Quantitative Financial Accounting*, 31, 121-145.

Chrisman, J.J., Chua, J.H. en Zahra, S.A. (2003). Creating wealth in family firms through managing resources: comments and extensions. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 359-365.

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

Chua, J. H., Chrisman, J. en Sharma, P. (1999). Defining the family business behaviour. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 19-39.

Commissie Corporate Governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen (2009). *Code Buysse II, aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen*.

Corbetta, G. en Salvato, C.A. (2004). The board of directors in family firms: One size fits all? *Family Business Review*, 17, 119-134.

Croci, E., Doukas, J.A. en Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, 17, 860-897.

Cucculelli, M. en Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: evidence from Italian firms. *J. Corp. Finance*, 14, 17-31.

Cyert, R.M. en March, J.G. (1963). *A Behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Dahya, J., Lonie, A.A. en Power, D.M. (1996). Ownership structure, firm performance and top executive change: An analysis of UK firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 1089-1118.

Daily, C., Johnson, J., Ellstrand, A. en Dalton, D. (1998). Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41, 209-220.

Daily, C.M., Dalton, D.R en Cannella Jr, A. (2003). Corporate Governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28, 371-382.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. en Ellstrand, A.E. (1999). Number of directors and financial performance a meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 674-686.

Davis, J.H., Schoorman, D.F. en Donaldson, L. (1997). Toward stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47.

Denis, D. J., Denis, D. K. en Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52, 135-160.

Denis, D.K. en McConnell, J.J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-36.

Diamond, D.W. (1989). Reputation Acquisition in Debt markets. *Journal of Political Economy*, 97, 828-862.

Donaldson, L. en Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.

Donaldson, L. en Preston, L.E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20, 65-91.

Donneley, R. en Mulcahey, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance*, 16, 416-29.

Dyer, W.G. (2006). Examining the 'family effect' on firm performance. *Family Business Review*, 19, 253-273.

Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57-74.

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

Finkelstein, S. en Hambrick, D.C. (1996). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. New York: West Publishing Company.

FBN International. (2008). *Family Business International Monitor*. Lausanne: FBN International, The Family Business Network.

Forbes, D.P. en Milliken, F.J. (1999). Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489-505.

- Gabrielsson, J. en Huse, M. (2005). 'Outside' directors in SME boards: a call for theoretical reflections. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 1, 28-37.
- George, G., Wiklund, J. en Zahra, S.A. (2005). Ownership and the internationalization of small firms. *Journal of Management*, 31, 210-33.
- Gersick, K.E., Davis, J.A., Hampton, M.M. en Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business School Press.
- Gomez-Mejia, L.R., Takacs Haynes, K., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K.J. en Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.
- Gomez-Mejia, L.R., Makri, M. en Kintana, M.L. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47, 223-252.
- Gonzalez, M., Guzman, A., Pombo, C. en Trujillo, M.-A. (2012). Family firms and debt: risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research* in press.
- Handler, W.C. (1990). Succession in family firms: A mutual role adjustment between entrepreneur and next generation family members. *Entrepreneurship: Theory and practice*, 15, 37-51.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, 105, 678-689.
- Heath, J. (2009). The Uses and Abuses of Agency Theory. *Business Ethics Quarterly*, 19, 497-528.
- Hiebl, Martin R.W. (2012). Risk aversion in family firms: what do we really know? *The Journal of Risk Finance*, 14, 49-70.
- Huybrechts, J., Voordeckers, W. en Lybaert, N. (2012). Entrepreneurial Risk Taking of Private Family Firms: The Influence of a Nonfamily CEO and the Moderating Effect of CEO Tenure. *Family Business Review*, 20, 1-19.
- Jacobs, J.B. (2002). Director Independence: A Moving Target, *The Corporate Governance Advisor*, 10, 1-7.
- Jensen, M.C. en Meckling, W.H. (1976). Theory of the form: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jones, C.D., Makri, M. en Gomez-Mejia, L.R. (2008). Affiliate directors and perceived risk bearing in publicly traded, family-controlled firms: The case of diversification. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 32, 1007-1026.

Kellermans, F.W. en Eddleston, K.A. (2004). Feuding families: when conflict does a family firm good. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 209-228.

Kets de Vries, M. (1993). The dynamics of family controlled firm: The good and the bad news. *Organizational Dynamics*, 21, 59-71.

Kiel, G.C. en Nicholson, G.J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance*, 11, 189-205.

Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 32, 1007-1026.

Lambrecht, J. en Molly, V. (2011). *Het economische belang van familiebedrijven in België*. Brussel: FBNet Belgium.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. en Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of finance*, 54, 471-517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. en Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

Le Breton-Miller, I., Miller, D. en Lester, R.H. (2011). Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses. *Organization Science*, 22, 704-21.

Lipton, M. en Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48, 59-77.

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

March, J.G. en Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33, 1404-1418.

Martin, H.F. (2001). Is family governance an oxymoron? *Family Business Review*, 14, 91-96.

McAlmon, G.A. (1981). Corporate Boards: The Black Boxes, *Business Horizons*, 24, 25-30.

McGregor, D. (1960). *The Human Side of Enterprise*. New York: McGraw Hill.

Memili, E., Chrisman, J.J. en Chua, J.H. (2011). Transaction costs and outsourcing decisions in small- and medium sized family firms. *Family Business Review*, 24, 47-61.

Miller, D. en Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19, 73-87.

Minichilli, A., Zattoni, A. en Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of board task performance. *British Journal of Management*, 20, 55-74.

- Myers, S.C. en Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial Economics*, 13, 87-221.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K. en Wiklund, J. (2007). Entrepreneurial Orientation, Risk taking and Performance in family firms. *Family Business Review*, 20, 33-47.
- Nicholson, G.J. en Kiel, G.C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate governance*, 15, 485-608.
- Ooghe, H. en Van Wymeersch, C. (2000). *Handboek financiële analyse van de onderneming*. Antwerpen: Intersentia.
- Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, 33, 1340-1350.
- Poza, E.J. Alfred, T., en Maheshwari, A. (1997). Stakeholder perceptions of culture and management practices in family and family firms – A preliminary report. *Family business Review*, 10, 135-156.
- Rachdi, H. en Ben Ameer, I.G. (2011). Board characteristics, Performance and Risk taking behavior in Tunisian Banks. *International Journal of Business and Management*, 6, 88-97.
- Rechner, L. en Dalton, D. (1989). The impact of the CEO as board chairperson on corporate performance: Evidence vs. Rhetoric. *Academy of Management Executive*, 3, 141-143.
- Sathe, V. (2003). *Corporate entrepreneurship: Top managers and new business creation*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N. en Buchholtz, A.K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12, 99-116.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. en Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18, 473-491.
- Sirmon, D.G. en Hitt, M.A. (2003). Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 339-358.
- Simpson, W.G. en Gleason, A.E. (1999). Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *International Review of Economics and Finance*, 8, 281-292.
- Smyrniotis K., Romano, C. en Tanewski, G. (1997). *The Australian Private & Family Business Survey 1997*. Melbourne: National Mutual Family Business Research, Monash University.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from A 1994-1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*, 25, 447-457.
- Spanos, L., Tsipouri, L. en Xanthakis, M. (2004). Corporate governance rating of family firms at the Athens exchange market. *University of Athens Economics Working Paper*.

Stanley, L.J. (2010). Emotions and family business creation: an extension and implications. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 34, 1085-1092.

Steijvers, T. (2006). Bankfinanciering van Belgische KMO's: een empirisch onderzoek naar kredietrantsoenering en waarborgverlening, faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen, D/2006/2451/2.

Steijvers, T., Voordeckers, W., en Vanhoof, K. (2010). Collateral, relationship lending and family firms. *Small Business Economics*, 34, 243-259.

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

Su, W. en Lee, C.-Y. (2012). Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform. *Asia Pacific Journal of Management*, 3, 313-349.

Van den Berghe, L. en Levrau, A. (2004), Evaluating boards of directors: What constitutes a good corporate board? *Corporate governance: An international review*, 12, 461-478.

Vilaseca, A. (2002). The shareholder role in the family business: Conflict of interests and objectives between nonemployed shareholders and topmanagement team. *Family Business Review*, 15, 299-320.

Voordeckers en Van Gils, 2003, Governance in het Vlaams familiebedrijf, onderzoek uitgevoerd in opdracht van het Vlaams Instituut voor het Familiebedrijf.

Villalonga, B. en Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.

Voordeckers, W. en Steijvers, T. (2006). Business collateral and personal commitments in SME lending. *Journal of Financial Economics*, 30, 3067-3086.

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

Wang, Y. en Poutziouris, P. (2010). Entrepreneurial Risk Taking: Empirical evidence from UK family firms. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 16, 370-388.

Welsch, D.H.B. en Zellweger, T. (2010). Can we afford it? Investment decisions of family and nonfamily owners. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 16, 21-41.

Westhead, P. en Cowling, M. (1997). Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 3, 30-52.

Westhead, P. en Cowling, M. (1998). Family Firm Research: The need for a methodological rethink. *Entrepreneurship: theory & practice*, 23, 31-56.

Wiseman, R.M. en Bromiley, P. (1996). Toward a model of risk in declining organisations: An empirical examination of risk, performance and decline. *Organization Science*, 7, 524-543.

Wright, P., Ferris, S.F., Sarin., A. en Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. *Academy of Management Journal*, 39, 441-463.

Xiao, J.J., Alhabeeb, M.J., Hong, G.-S. en Haynes, G.W. (2001). Attitude toward risk and risk-taking behaviour of business-owning families. *Journal of Consumer Affaires*, 35, 307-325.

Yeh, Y. en Woidtke, T. (2005). Commitment or Entrenchment?: Controlling Shareholders and Board Composition. *Journal of Banking en Finance*, 29, 1857-1885.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a smaller board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

Zahra, Shaker A. (2005). Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms. *Family Business Review*, 18, 23-40.

Lijst van figuren

| | |
|---|----|
| Figuur 1: Aandeel familiebedrijven in de tewerkstelling in België en andere Europese landen..... | 1 |
| Figuur 2: Percentage familiebedrijven in Vlaanderen, Wallonië en het Brussel Hoofdstedelijk Gewest..... | 5 |
| Figuur 3: De F-PEC schaal..... | 7 |
| Figuur 4: Aanstelling organen..... | 23 |
| Figuur 5: Stakeholder theorie..... | 26 |
| Figuur 6: Gestandaardiseerde residuen (Venturing risk)..... | 49 |
| Figuur 7: Gestandaardiseerde residuen (Performance hazard)..... | 50 |
| Figuur 8: Gestandaardiseerde residuen (Financieel risico)..... | 50 |
| Figuur 9: Spreidingsdiagram residuen (venturing risk)..... | 50 |
| Figuur 10: Spreidingsdiagram residuen (performance hazard)..... | 50 |
| Figuur 11: Spreidingsdiagram residuen (financieel risico)..... | 51 |

Lijst van tabellen

| | |
|---|----|
| TABEL 1: OVERZICHT ONTWIKKELDE HYPOTHESES..... | 36 |
| TABEL 2: VERWACHTE RESULTATEN HYPOTHESES..... | 37 |
| TABEL 3: OVERZICHT VARIABELEN..... | 44 |
| TABEL 4: CORRELATIETABEL (FAMILIE- EN NIET-FAMILIEBEDRIJVEN..... | 52 |
| TABEL 5: CORRELATIETABEL (FAMILIEBEDRIJVEN)..... | 53 |
| TABEL 6: REGRESSIEMODEL 1..... | 56 |
| TABEL 7: EFFECT 'FAMILIEBEDRIJF' OP VENTURING RISK..... | 56 |
| TABEL 8: REGRESSIEMODEL 2..... | 57 |
| TABEL 9: EFFECT 'FAMILIEBEDRIJF' OP PERFORMANCE HAZARD..... | 57 |
| TABEL 10: REGRESSIEMODEL 3..... | 57 |
| TABEL 11: EFFECT 'FAMILIEBEDRIJF' OP FINANCIIEEL RISICO..... | 58 |
| TABEL 12: REGRESSIEMODEL 4..... | 59 |
| TABEL 13: EFFECT KARAKTERISTIEKEN RAAD VAN BESTUUR OP VENTURING RISK..... | 60 |
| TABEL 14: REGRESSIEMODEL 5..... | 60 |
| TABEL 15: EFFECT KARAKTERISTIEKEN RAAD VAN BESTUUR OP PERFORMANCE HAZARD..... | 61 |
| TABEL 16: REGRESSIEMODEL 6..... | 62 |
| TABEL 17: EFFECT KARAKTERISTIEKEN RAAD VAN BESTUUR OP FINANCIIEEL RISICO..... | 62 |

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Invloed van de Raad van Bestuur op het risicogedrag van familiebedrijven

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,

Moermans, Pieter

Datum: **2/06/2013**