

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

Masterproef

De invloed van familiale aspecten op de vraag naar schulden van familiale KMO's

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Christophe Boden

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

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

De invloed van familiale aspecten op de vraag naar
schulden van familiale KMO's

Promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Christophe Boden

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

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn academische opleiding tot Master Handelsingenieur met afstudeerrichting Accountancy en Financiering en optie Marketing, aan de Universiteit Hasselt. Deze eindverhandeling heeft veel energie en tijd gevegd van mezelf maar ook van een aantal mensen die ik via deze weg hier graag voor wil bedanken.

Mijn dank gaat vooreerst uit naar mijn promotor Prof dr. Wim Voordeckers voor zijn toegewijde en deskundige begeleiding. Zijn aanbevelingen en constructieve feedback hebben het voor mij mogelijk gemaakt om deze thesis naar een hoger niveau te brengen.

Hiernaast wil ik mijn directe omgeving, familie, vrienden en vriendin bedanken voor hun steun gedurende de moeilijkere periodes van de totstandkoming van deze masterproef.

Tenslotte wil ik nog een dankwoord in het bijzonder uitbrengen aan mijn ouders aangezien zij naast hun steun voor deze masterproef het mogelijk hebben gemaakt om mijn opleiding als Handelsingenieur tot een goed eind te brengen.

Tongeren, mei 2013

Christophe Boden

Samenvatting

Familiebedrijven zijn één van de sterkst vertegenwoordigde vormen van ondernemingen over de hele wereld. Zo zijn, in België, 70 % van alle bedrijven familiebedrijven. Samen vertegenwoordigen zij 55 % van het bruto binnenlands product. Deze cijfers bewijzen duidelijk het economisch belang van familiebedrijven in België. Zij dragen dan ook aanzienlijk bij tot de economische productie, tewerkstelling en waardecreatie. Ook in andere Europese landen en de VS zijn familiebedrijven de meest voorkomende groep ondernemingen. Er zijn in de literatuur veel verschillende onderwerpen die onderzocht werden aangaande het familiebedrijf. In deze masterproef zal de financieringsproblematiek vanuit de vraagzijde van familiebedrijven onderzocht worden. Dit betekent concreet dat er nagegaan wordt welke invloed verschillende familiale aspecten hebben op de vraag van familiebedrijven naar financiering. De hieruit voortvloeiende centrale onderzoeksvraag en deelvragen zijn opgenomen in hoofdstuk één van deel één.

Teneinde deze relatie goed te begrijpen is er in deel twee van deze thesis een uitgebreide literatuurstudie uitgewerkt. Vooreerst wordt er in hoofdstuk twee ingegaan op de klassieke kapitaalstructuurtheorieën van Modigliani en Miller, de static trade-off theorie, de pecking-order benadering en de agency theorie. Deze theorieën worden telkens toegepast op de specifieke vorm van het familiebedrijf. De Modigliani en Miller theorie stelt dat een kapitaalstructuur met 100 % vreemd vermogen optimaal is, maar maakt hierbij een aantal zeer beperkende assumpties. Daarom biedt de static trade-off benadering een uitgebreider model waarin verschillende positieve en negatieve factoren in rekening worden gebracht en zo leiden tot een optimale individuele target schuldgraad per bedrijf. De pecking-order theorie stelt dan weer een voorkeursrang in type financieringsmiddelen. Deze blijkt goed aan te sluiten bij de keuzes die gemaakt worden door familiebedrijven. Interne middelen hebben hierin de voorkeur boven bankleningen en aandelenkapitaal aangezien hiermee de familie de controle over het bedrijf kan vrijwaren. Verder gaat de agency theorie uit van een informatieasymmetrie tussen de verschaffers van kapitaal en het familiebedrijf. De optimale kapitaalstructuur is deze waarbij de agency kosten geminimaliseerd worden. In de literatuur bestaan twee tegengestelde stromen over de hoogte van agency kosten in familiebedrijven. Enerzijds beweren onderzoekers dat er meer agency kosten zijn in een familiebedrijf terwijl een andere groep uitgaat van lagere agency kosten.

Vervolgens wordt in hoofdstuk drie een uitgebreid overzicht gegeven van wat een familiebedrijf uniek maakt en hoe een familiebedrijf in mekaar zit. Hierin zal besproken

worden wat familiness juist is, namelijk het unieke aspect waarover een familiebedrijf beschikt. Er zal ook inzicht gegeven worden in de manier waarop deze familiness gevormd wordt en hoe dit het familiebedrijf kan beïnvloeden. Deze uitwerking wordt ondersteund vanuit twee bekende theorieën, namelijk de resource based view en de social capital theorie. In het kort, biedt deze familiness voordelen op het gebied van een goede communicatie tussen de familieleden, een sterk verankerde kennis van het familiebedrijf bij de familie, een lange termijn visie van de familie en een extreme toewijding van de actieve familieleden. Deze familiness heeft als invloed dat families de controle over het familiebedrijf wensen te bewaren en op die manier minder geneigd zijn schulden aan te gaan. Ook de normen en waarden van de familie spelen mee in het bepalen van de vraag naar leningen. Indien de familiale bedrijfscultuur zo is dat er een lage affiniteit bestaat met het aangaan van schulden, dan zal de vraag naar bankfinancieringen eerder laag zijn.

Verder wordt in hoofdstuk vier ingegaan op de literatuur rond het begrip socioemotional wealth. Dit begrip omvat alle niet-economische voordelen van familiale bestuurders en hun familie. Dit betekent dat er dus ook emotionele factoren in rekening worden gebracht zoals de emotionele voldoening van het controleren en het besturen van het familiebedrijf alsook van de hechte identificatie dat familiale bestuurders hebben met het familiebedrijf dat vaak ook de naam van de familie draagt. Deze socioemotional wealth wordt dan ook theoretisch in rekening gebracht met de vraag naar schulden van familiebedrijven. Uit de literatuurstudie blijkt dat familiebedrijven, waarbij het belang van het waarborgen van hun socioemotional wealth groot is, minder geneigd zijn schulden aan te gaan. Een aantal specifieke factoren zoals de grootte, het risico, het hebben van externe bestuurders en de generatie van een onderneming kunnen een invloed hebben op deze relatie.

De literatuurstudie wordt afgesloten met het vijfde hoofdstuk, dat handelt over de governance van familiebedrijven. Het klassieke en meest bekende governance mechanisme is de raad van bestuur. Bij familiebedrijven is er echter ook nood aan governance van de familie. Dit kan aan de hand van een familieforum en/of een familiaal charter. Deze familiale governance mechanismen zorgen voor goede afspraken binnen de familie en een officieel kanaal om de wensen en noden van de familie op één lijn te brengen en deze op een georganiseerde wijze te communiceren aan de raad van bestuur van het familiebedrijf. In de literatuur wordt echter uitgegaan van een ander mechanisme, namelijk het gebruik van schulden of dividenden om het familiebedrijf te disciplineren. Op die manier moet het familiebedrijf steeds kunnen voldoen aan veeleisende cash verplichtingen en zullen conflicten tussen actieve en niet-actieve familieleden kunnen vermeden worden. Er wordt dan ook onderzocht of in deze context

het familieforum en familiaal charter als substituut van schulden en dividenden kan gebruikt worden.

Het derde deel van deze masterproef omvat het empirisch onderzoek naar de gevormde hypothesen in de laatste twee hoofdstukken van de literatuurstudie. Zo wordt er in hoofdstuk zes de onderzoeksopzet besproken. Hierin wordt uitleg gegeven over de totstandkoming van de database, welke de gebruikte variabelen zijn en volgens welke methoden de analyse zal plaatsvinden.

In hoofdstuk zeven worden de resultaten van deze analyse besproken. Er wordt eerst een beschrijvende analyse uitgewerkt zodat inzicht in de variabelen en de relaties onderling verkregen kan worden. Vervolgens worden de regressieresultaten weergegeven en geïnterpreteerd. Hieruit blijkt dat het willen behouden van socioemotional wealth geen effect heeft op de vraag naar bankleningen. De klassieke determinanten van de kapitaalstructuur zoals de grootte, leeftijd, activastructuur en de beschikbare interne middelen van een bedrijf blijken daarentegen wel een belangrijke invloed te hebben op de schuldratio van familiebedrijven en dit in de verwachte positieve of negatieve richtingen. Hiernaast kan wel ondersteuning gevonden worden voor het feit dat het familieforum en/of het familiaal charter als substituut kan werken van schulden in het kader van het disciplineren van het actieve management. Familiebedrijven waarbij gebruik gemaakt wordt van familiale governance mechanismen gebruiken immers minder schulden.

Tenslotte zijn in deel vier de conclusies van deze thesis opgenomen.

Inhoudstafel

Woord vooraf	3
Samenvatting.....	5
Lijst van figuren.....	9
Lijst van tabellen	11
DEEL I Probleemstelling.....	13
1. Probleemstelling	13
1.1 Praktijkprobleem	13
1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen.....	17
1.3 Onderzoeksopzet	17
DEEL II Literatuurstudie	19
2. Kapitaalstructuurtheorieën	19
2.1 Modigliani-Miller-benadering	19
2.2 De static trade-offbenadering	19
2.2.1 Static trade-off theorie.....	20
2.2.2 Static trade-off in familiebedrijven	20
2.3 De Pecking-order benadering.....	21
2.3.1 Pecking-order theorie	21
2.3.2 Pecking-order theorie in familiebedrijven	22
2.4 Agency theorie.....	23
2.4.1 Oorsprong en basis van agency theorie	23
2.4.2 Agency kosten in private familiebedrijven	24
3. Familiness	27
3.1 Definitie familiebedrijf.....	27
3.2 Oorsprong begrip familiness	29
3.3 Hoe beïnvloedt familiness het familiebedrijf.....	31
3.4 Wat is familiness.....	32
3.4.1 Familiness vanuit de resource-based view.....	32
3.4.2 Familiness vanuit Social capital theorie	34
3.5 Welke families creëren familiness	37
3.6 Familiness en performance	39
3.6.1 Overzicht	39
3.6.2 Het meetprobleem.....	40
3.6.3 Familiness en schuldratio	43
3.7 De keerzijde van familiness.....	45
4. Socioemotional wealth preservation	47
4.1 Wat is socioemotional wealth?	47
4.2 Dimensies van socioemotional wealth	48
4.3 Socioemotional wealth en schulden.....	50

5. Governance in het familiebedrijf	55
5.1 De raad van bestuur in familiebedrijven.....	55
5.2 Governance van de familie.....	56
5.2.1 Familiaal charter/ Familieforum.....	56
5.2.2 Governance van de familie en de relatie met kapitaalverschaffers.....	57
5.2.3 De invloed van de heersende generatie	59
5.3 Governance van de familie en het disciplinerend effect van schulden	61
DEEL III Empirisch onderzoek.....	65
6. Onderzoeksopzet	65
6.1 Database.....	65
6.2 Definiëring van variabelen	65
6.2.1 Onafhankelijke variabelen	66
6.2.2 Afhankelijke variabele	67
6.2.3 Controlevariabelen.....	68
6.3 Verdeling variabelen	69
6.4 Outliers en missing values.....	70
7. Resultaten.....	71
7.1 Beschrijvende analyse.....	71
7.1.1 Beschrijvende statistieken per variabelen	71
7.1.2 Correlatiematrixen	75
7.2 Regressieanalyse.....	80
7.2.1 Het direct effect van SEW op de schuldgraad	81
7.2.2 Mediërende effecten op de relatie SEW-schuldgraad	85
7.2.3 Governance van de familie versus het gebruik van schulden	90
DEEL IV Conclusie	95
Lijst van geraadpleegde werken	101
Bijlage 1	109

Lijst van figuren

Figuur 1: The Family Universe Bull's Eye (Shanker & Astrachan, 1996)

Figuur 2: Social capital perspectief van familiness (Pearson, Carr, & Shaw, 2008)

Figuur 3: Dimensies van familiness (Zellweger et al., 2010)

Figuur 4: Evolutie van de ervaringsmeerwaarde volgens generatie (Astrachan et al., 2002)

Figuur 5: De F-PEC schaal (Astrachan, Klein, & Smyrniotis, 2002)

Figuur 6: Histogram Leeftijd

Figuur 7: Histogram LnLeeftijd

Figuur 8: Boxplot SEW-TotSchuldgraad

Figuur 9: Boxplot Fam_Gov-TotSchuldgraad

Figuur 10: Boxplot Generatie-SEW

Figuur 11: Baron & Kenny's pad diagram (1986)

Figuur 12: Generatie pad diagram

Figuur 13: Pad diagram Grootte

Figuur 14: Pad Diagram Risico Situatie

Figuur 15: Pad Diagram Externe Aandeelhouders

Figuur 16: Interactie Familiale Governance Mechanismen

Lijst van tabellen

Tabel 1: Cronbach's alpha statistiek

Tabel 2: Sectorverdeling

Tabel 3: Overzichtstabel van centrummaten, standaardafwijkingen, minima en maxima

Tabel 4: Verdeling volgens generatie

Tabel 5: Pearson Correlaties

Tabel 6: Spearman Correlaties

Tabel 7: Overzicht hypothesen

Tabel 8: Regressieresultaten combinaties

Tabel 9: Regressieresultaten SEW-Schuldgraad

Tabel 10: Regressieresultaten Generatie

Tabel 11: Regressieresultaten Grootte

Tabel 12: Regressieresultaten Risico Situatie

Tabel 13: Regressieresultaten Externe Aandeelhouders

Tabel 14: Regressieresultaten Familiale Governance Mechanismen

DEEL I Probleemstelling

1. Probleemstelling

1.1 Praktijkprobleem

Familiebedrijven vertegenwoordigen maar liefst 70 % van de ondernemingen in België volgens het International Family Enterprise Research Academy (IFERA, 2003). Verder dragen deze familiebedrijven bij tot 55% van het Bruto Nationaal Product(BNP). Deze cijfers bewijzen duidelijk het economisch belang van familiebedrijven in België. Zij dragen aanzienlijk bij tot de economische productie, tewerkstelling en waarde creatie (IFERA, 2003). Ook buiten België blijkt het economische belang van familiebedrijven zeer groot te zijn. In Nederland vertegenwoordigen zij immers 74% van de ondernemingen, in Frankrijk 60%, in Duitsland 60% en als koploper Italië met 93%. Verder scoort Frankrijk hoog in bijdrage tot het BNP met een aandeel van 60%. Buiten Europa zijn de Verenigde Staten sterk vertegenwoordigd door familiebedrijven met een ratio van 93%. Desalniettemin dragen familiebedrijven in de VS maar beperkt bij tot het BNP met een aandeel van 40% (IFERA, 2003). De meerderheid van de familiebedrijven bestaat uit KMO's (Donckels & Frölich 1991). Toch blijkt uit het bestaan van bedrijven zoals Colruyt, Bekaert, Delhaize en Inbev dat familiebedrijven zeer groot kunnen zijn.

Daar familiebedrijven een groot economisch belang hebben is het niet verwonderlijk dat er steeds meer onderzoek verricht wordt naar familiebedrijven. Zo is er onder andere onderzoek uitgevoerd naar de successie (Churchill & Hatten, 1987; Sharma, Chrisman, Pablo, & Chua, 2001; Miller, Steier, & Le Breton-Miller, 2003), corporate governance (Carney, 2005), agency theorie (Jensen & Meckling, 1976; Anderson, Mansi, & Reeb, 2003; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003), social capital theorie (Sirmon & Hitt, 2003; Pearson, Carr, & Shaw, 2008), het effect van socioemotional wealth (Gomez-Mejia, Cruz, Berrone & De Castro, 2011), familialie governance (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012; Mustakallio, Autio, & Zahra, 2002; Eckrich & McClure, 2012) en de kapitaalstructuur van familiebedrijven (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Mishra & McConaughy, 1999). Het onderzoek binnen deze thesis sluit voornamelijk aan bij de laatste drie onderwerpen, namelijk socioemotional wealth, familiale governance en kapitaalstructuur van het familiebedrijf. Hierbij ligt de focus op de invloed van familiale aspecten, zoals het behoud van het familiaal karakter en het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter, op de vraag naar schulden van familiebedrijven.

Gomez-Mejia, Cruz, Berrone en De Castro (2011) stellen dat een familie naast economische en financiële doelstellingen ook naar socio-emotionele en familiale doelen streven. Hiermee wordt bedoeld op het emotionele karakter dat een familie met het familiebedrijf bindt. Het imago van een familie wordt bijvoorbeeld rechtstreeks beïnvloed door het imago van het familiebedrijf zelf. Bovendien leven de waarden en normen van de familie voort in het familiebedrijf. Beslissingen in familiebedrijven worden dus ook rationeel gemaakt maar deze verschillen van niet-familiale bedrijven inzake de gehanteerde beslissingscriteria. Het behoud van deze socioemotional wealth kan dus een doel zijn voor familiebedrijven dat in niet-familiebedrijven onbestaande is. De vraag is of dit doel op zich ook een effect heeft op de schuldgraad en dus op de vraag naar schulden van een familiebedrijf. Financiële instellingen zouden immers baat hebben bij het begrijpen waarom een familiebedrijf al dan niet geïnteresseerd is in bijvoorbeeld een bankfinanciering en wat die beslissing beïnvloedt.

De agency theorie vormt de basis in het begrijpen van bovenstaande relatie. De wens van de familie om het familiaal karakter in het familiebedrijf te behouden kan immers geïnterpreteerd worden als een extra agency kost. Agency kosten ontstaan door de informatieasymmetrie die bestaat tussen de principaal en de agent. In de context van schulden zal het aandeelhouder-schuldeiser agency conflict besproken worden. Informatieasymmetrie ontstaat uit het feit dat een aandeelhouder een investering wil financieren. De aandeelhouder heeft inzicht en beschikt over de volledige informatie van zijn investering. De schuldeiser, in dit geval de bank, beschikt daarentegen niet over deze informatie. Teneinde een duidelijk contract af te sluiten zal deze schuldeiser informatie trachten te bemachtigen. Natuurlijk is er een kost verbonden aan het inwinnen van informatie wat resulteert in de zogenaamde agency kosten.

Volgens Jensen en Meckling (1976) bestaan deze kosten uit welvaartstransfer kosten, monitoring- en bondingkosten en faillissements- en reorganisatiekosten. Welvaartstransfer kosten ontstaan doordat de aandeelhouder een contract afsluit met de schuldeiser waarin hij verklaart een investering uit te voeren met een laag risico. Ex-post kan de aandeelhouder toch voor een risicovollere investering kiezen. Hiermee wordt het risico naar de naïeve schuldeiser verschoven aangezien bij verlies de schuldeiser zijn geld kwijt is en bij succes de aandeelhouder het grootste deel van de winst opstrijkt. Dit fenomeen wordt ook risk-shifting genoemd.

Monitoring- en bondingkosten zijn een rechtstreeks gevolg van het welvaartstransfer principe. Dit zijn kosten die gemaakt worden om de aandeelhouder of manager te beperken in hun vrijheid om dit verschuivingseffect tegen te gaan. Zo kan er bepaald worden hoeveel schulden het bedrijf in de toekomst nog mag aangaan, hoeveel dividenden er uitgekeerd mogen worden en hoe risicovol de toekomstige

investeringsprojecten mogen zijn. Natuurlijk kan niet alles voorzien worden en kunnen deze beperkingen in de vrijheid van de manager resulteren in een suboptimale winstgevendheid van het bedrijf.

De faillissements- en reorganisatiekosten ontstaan wanneer een bedrijf haar schulden niet meer kan terugbetalen. Dan zullen bezittingen van het bedrijf geliquideerd worden en de schuldeisers zullen niet al hun geld terugkrijgen. Hiernaast brengt een faillissement ook veel reorganisatie met zich mee wat de kosten verder opdrijft. Dit gedeelte van de agency kosten blijkt weliswaar niet het grootst te zijn. Het totaal van deze agency kosten worden door de schuldeiser, indien hij deze erkent, doorgerekend aan de aandeelhouder via intresten en waarborgen. Daarom is de vraag welke factoren de agency kost kunnen vergroten of verkleinen en het lenen minder of meer aantrekkelijk maken.

Om terug te komen op het relatie tussen socioemotional wealth en de vraag naar schulden kan geconcludeerd worden dat, indien de wens van het behoud van socioemotional wealth mee opgenomen wordt in de agency kost van schulden, deze agency kosten verder zullen stijgen. Hierdoor wordt verwacht dat een familiebedrijf dat het behoud van het familiaal karakter hoog in het vaandel draagt een lagere schuldgraad heeft dan familiebedrijven die minder aandacht hebben voor het familiaal karakter en dus voor de socio-emotionele waarde.

Hiernaast zijn er nog andere familiale aspecten waarmee rekening gehouden dient te worden wanneer we kijken naar de vraag van schulden. Vanuit de theorie blijkt dat schulden belangrijk kunnen zijn in het managen van het agency conflict tussen de eigenaars en het management van een bedrijf. Jensen en Meckling (1976) tonen dit agency conflict aan doordat, wanneer er aandelen aan niet-managers worden uitgegeven, er agency kosten ontstaan bij de manager-aandeelhouders die niet 100% van het aandelenkapitaal in handen hebben. Deze managers dragen de kost van alle inspanningen die zij leveren maar beschikken maar over een deel van de hieruit voortvloeiende verdiensten. Daarom zullen deze managers een incentive hebben om meer te consumeren en hun inspanningen te verminderen. Een manager die 100% van de aandelen in zijn bezit heeft zal daarentegen alle gevolgen dragen van zijn acties waardoor zijn eigen belang overeenstemt met dat van het bedrijf (Jensen & Meckling, 1976). Volgens Jensen (1986) kunnen schulden dit agency conflict verminderen doordat de vrije cash flow van een bedrijf nauw in het oog moet worden gehouden zodat afbetalingen aan de verschaffers van kapitaal kunnen plaatsvinden. Hierdoor zullen overschotten aan cash efficiënt gebruikt worden en dus niet verkwist worden (Jensen, 1986).

Toch blijken familiebedrijven er lagere schuldratio's op na te houden dan niet-familiebedrijven (Mishra & McConaughy, 1999). Hiernaast zien we ook dat de sensibilisering (via corporate governance codes zoals de code Buysse en via organisaties zoals VKW Limburg, de VOKA en het Agentschap Ondernemen) van familiebedrijven voor het gebruik van familieforums en familiale charters toeneemt. Wanneer er dieper ingegaan wordt op het doel van het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter, blijkt dat dit is om van de familie een deugdelijk bestuursorgaan te maken. In een familiaal charter worden immers afspraken gemaakt rond dividenduitkeringen, loopbaanmogelijkheden, eisen inzake kennis en kunde voor de bedrijfsleider, opvolging, enz. (Eckrich & McClure, 2012). Hierdoor kunnen agency conflicten tussen actieve en niet-actieve familieleden opgelost worden. Een niet actief, doch familiaal aandeelhouder, kan immers in een conflict komen met een familiale bestuurder die zich een volgens hem/haar veel te hoog loon uitkeert. De vraag stelt zich hier of een familieforum en een familiaal charter als substituten kunnen werken voor het disciplinerend effect van schulden. Een antwoord op deze vraag kan een grote meerwaarde bieden op het vlak van governance van de familie, een onderbelicht topic in de literatuur.

Tenslotte zijn er binnen dit onderzoek verschillende partijen betrokken die baat hebben bij een beter begrip van de invloed van familiale aspecten op de financiering van familiebedrijven. Vooreerst hebben financiële instellingen baat bij het begrijpen waarom een familiebedrijf al dan niet geïnteresseerd is in bijvoorbeeld een bankfinanciering en wat die beslissing beïnvloedt. Hiernaast zijn familiebedrijven en vooral de families zelf ook nauw betrokken bij dit onderzoek. Zij kunnen immers hun beslissingen duidelijker plaatsen en vergelijken met de toegelichte resultaten.

Een ander belangrijke partij zijn de externe managers en in mindere mate ook werknemers van familiebedrijven. Wanneer de raad van bestuur van het familiebedrijf met de familie beslissingen bespreekt, kunnen externe managers de redenering van de familie beter begrijpen. Zij zullen zich immers niet enkel op economische en financiële indicatoren baseren (Schulze et al., 2003). Zo kan bijvoorbeeld vanuit de manager zijn oogpunt een goede investering toch afgewezen worden door de familie zodat het familiaal karakter kan behouden worden. Ten slotte kunnen externe (minderheid)aandeelhouders in familiebedrijven baat hebben bij het begrijpen van wat de drijvende factoren zijn van de familie bij het nemen van bijvoorbeeld investeringsbeslissingen.

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

Aangezien de meeste familiebedrijven KMO's zijn (Donckels & Frölich 1991) hebben deze meestal geen groot kapitaal ter beschikking waardoor bankfinanciering een goed alternatief is om de nodige investeringen te kunnen financieren. Familiebedrijven zijn immers minder geneigd extern eigen vermogen aan te trekken. Toch zitten familiebedrijven veel complexer in mekaar en dient het gedrag ervan verder onderzocht te worden. Zo is het interessant om te begrijpen wat de beslissing van een familiebedrijf inzake het aangaan van schulden kan beïnvloeden. Hieruit volgt de volgende onderzoeksvraag:

Wat is de invloed van familiale aspecten op de schuldgraad van Belgische familiale KMO's?

Ten einde deze familiale aspecten duidelijker in kaart te brengen en een beter antwoord te formuleren op deze onderzoeksvraag gaan we twee belangrijke familiale aspecten onderscheiden die vertaalt worden in de volgende twee deelvragen:

-Wat is de invloed van het behouden van het familiaal karakter op de vraag naar schulden in Belgische familiale KMO's?

-Wat is de invloed van een familieforum en/of een familiaal charter op de vraag naar schulden in Belgische familiale KMO's?

1.3 Onderzoeksopzet

Ten einde het onderzochte probleem beter te begrijpen en inzicht te verwerven in de reeds bestaande theorieën van familiebedrijven is er in eerste instantie een verkennende literatuurstudie uitgevoerd. Deze zal in de volgende fase voortgezet worden en een uitgebreide en gedetailleerde literatuurstudie opleveren.

Bronnen werden opgezocht aan de hand van de door de U Hasselt beschikbaar gestelde elektronische databank Ebscohost. Deze databank is een verzameling van andere databanken. Veel resultaten komen voort uit onder andere de databank "Business source premier". Teneinde wetenschappelijke artikels te vinden die meer inzicht leveren omtrent de onderzochte materie werden zoektermen gebruikt zoals: "agency cost", "debt", "family business", "capital structure". Hierna zijn de meest interessante artikels geselecteerd en is er via de sneeuwbal methode verder gezocht naar andere informatiebronnen. Het nadeel hiervan is dat er op deze manier enkel oudere artikels

gevonden werden. Deze methode baseert zich immers op het doorzoeken van de referentielijst in reeds gevonden artikels. Daardoor is het belangrijk deze methode toe te passen op zo recent mogelijke artikels. Verder bleken een aantal relevante artikels uit de Family Business Review te komen waardoor een gedetailleerde zoektocht binnen deze Family business review nog een aantal andere relevante artikels opleverde. Ten slotte zijn sommige bronnen gevonden aan de hand van de zoekmachine Google Scholar en reeds bestudeerde handboeken uit de opleiding Handelsingenieur aan de U Hasselt.

Het empirisch onderzoek zal volbracht worden aan de hand van een databank opgemaakt door Voordeckers en Van Gils in 2003 in opdracht van het Instituut voor het familiebedrijf (IFB) voor het onderzoek naar governance in Vlaamse familiebedrijven. Het aantal bruikbare respondenten bedroeg 295 familiebedrijven.

Deze databank bevat zeer veel informatie over de familiebedrijven en over hun familiaal karakter waardoor deze zeer goed aansluit bij een onderzoek naar zachte en abstracte kenmerken zoals het behoud van het familiaal karakter in een familiebedrijf. Verder kan deze databank gekoppeld worden aan de Bel-first database waardoor een link met de financiële cijfers van deze familiebedrijven mogelijk is. Het nadeel hiervan is dat we enkel over Belgische familiebedrijven beschikken waardoor de lijn niet zonder meer kan doorgetrokken worden naar andere familiebedrijven in de wereld omwille van andere wetgeving of cultuurverschillen.

DEEL II Literatuurstudie

2. Kapitaalstructuurtheorieën

Hieronder worden de belangrijkste kapitaalstructuurtheorieën uit de literatuur uitgewerkt teneinde inzicht te verwerven in de determinanten van de kapitaalstructuur. Deze theorieën zullen steeds uitgewerkt worden vanuit de familiale context van private familiebedrijven.

2.1 Modigliani-Miller-benadering

Modigliani en Miller (1958, in Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009) stellen dat de marktwaarde en de kapitaalkost van een bedrijf onafhankelijk zijn van de kapitaalstructuur in een wereld zonder belastingen. Hierbij werden nog enkele assumpties gemaakt. Bovenstaande bevinding staat lijnrecht tegenover de traditionele benadering die staat voor het bestaan van een optimale kapitaalstructuur waarbij extra schulden extra marktwaarde oplevert aangezien schuldfinanciering goedkoper is dan aandelenfinanciering. Uiteraard is dit principe eindig en zal een te hoge schuldgraad het financieel risico vergroten waardoor de gewogen gemiddelde kapitaalkost opnieuw toeneemt.

Later publiceerde Modigliani en Miller een correctie op hun eerste werk teneinde het effect van belastingen op de ondernemingswaarde op te nemen (Laveren et al., 2009). Hierin tonen zij aan dat schuldlasten aftrekbaar zijn van de belastbare winst waardoor er een belastingvoordeel ontstaat. Hierdoor is schulden-financiering een goedkoper alternatief dan financiering met eigen vermogen. De optimale kapitaalstructuur blijkt hierdoor deze te zijn waarbij het bedrijf voor 100% gefinancierd wordt met schulden (Laveren et al., 2009). Natuurlijk zijn er beperkingen waardoor zo een hoge schuldgraad onmogelijk is. Deze beperkingen worden in de volgende paragraaf verder toegelicht.

2.2 De static trade-offbenadering

Deze benadering stelt dat er wel een optimale kapitaalstructuur bestaat in een onderneming. Hierbij moet er een afweging gemaakt worden tussen positieve en negatieve effecten op de ondernemingswaarde door een verhoging of verlaging in de schuldgraad. Dit betekent dat er een bedrijfsspecifieke target schuldratio bestaat waarnaar iedere onderneming streeft (Myers, 1984). Hieronder wordt deze trade-off meer gedetailleerd uitgewerkt.

2.2.1 Static trade-off theorie

Vooreerst bestaat een belastingvoordeel bij het aangaan van schulden aangezien schuldenlasten zoals intrestkosten aftrekbaar zijn van het belastbaar resultaat. Hierdoor zal, zoals in vorige paragraaf reeds besproken werd, de ondernemingswaarde stijgen bij het aangaan van meer schulden.

Daarentegen bestaan er ook enkele nadelen die de ondernemingswaarde verminderen bij hogere schuldgraden. Zo zal het effect van de personenbelasting het voorgaande positieve effect gedeeltelijk of volledig teniet doen. De inkomsten van de aandeelhouders en de schuldeisers worden immers onderworpen aan de personenbelasting waardoor hun beschikbare inkomsten dalen. In het specifieke geval waarbij de personenbelasting van de schuldeisers lager ligt dan die van de aandeelhouders kan het zelfs een netto positief effect hebben aangezien het belastingschild dan geniet van een lagere personenbelasting (Laveren et al., 2009). Verder toonde Miller (1977, in Laveren et al., 2009) aan dat in een markt in evenwicht het fiscaal belastingvoordeel volledig teniet gedaan wordt door het negatieve effect van de personenbelasting. Hierdoor blijkt de ondernemingswaarde onafhankelijk te zijn van de gemaakte financieringskeuzes. Hiernaast speelt ook het effect van andere niet-intrestgebonden belastingvoordelen. Dit houdt in dat indien deze belastingvoordelen te groot worden de kans op het realiseren van het voornoemde fiscaal belastingvoordeel verkleint omwille van onvoldoende winsten (Laveren et al., 2009). De Angelo & Masulis (1980) bevestigen deze stelling door het vinden van een negatieve relatie tussen het schuldniveau en de niet-intrestgebonden belastingvoordelen van ondernemingen. Een derde nadeel bestaat in de kosten verbonden aan financiële moeilijkheden en/of faillissementskosten bij te hoge schuldgraden. Voorbeelden van kosten van financiële moeilijkheden en faillissementskosten zijn respectievelijk de opportuniteitskost van minder verkopen door de twijfels van klanten en de minderwaarde bij gedwongen verkoop van allerlei activa. Tenslotte zijn er nog transactiekosten (Laveren et al., 2009).

2.2.2 Static trade-off in familiebedrijven

Familiebedrijven zijn minder geneigd deze trade-off theorie te volgen omwille van hun aversie voor schulden teneinde de controle over het familiebedrijf te behouden (Mishra & McConaughy, 1999). Bovendien zullen de faillissementskosten in een familiebedrijf zeer hoog zijn indien men het verlies in hun socioemotional wealth in rekening brengt (Gomez-Mejia et al., 2011). Toch stellen López-Gracia en Sánchez-Andújar (2007) in hun

onderzoek dat familiebedrijven hun kapitaalstructuur sneller laten evolueren naar de target schuldratio dan niet-familiebedrijven. Dit wijst uiteraard op een toepassing van de hierboven besproken trade-off theorie en een minder grote informatie asymmetrie dan verwacht tussen kredietverstrekker en eigenaar van het familiebedrijf. Deze lagere agency kost is het gevolg van het lange termijn denken van familiebedrijven en het ontwikkelen van vertrouwensrelaties met kredietverstrekkers (Steijvers & Voordeckers, 2009a). De agency theorie wordt nog verder toegelicht in sectie 2.4.

2.3 De Pecking-order benadering

De pecking-order benadering gaat in tegenstelling tot de static trade-off theorie niet uit van een optimale kapitaalstructuur. De kapitaalstructuur van ondernemingen is in de context van deze theorie het gevolg van de verschillende gemaakte financieringskeuzes in het verleden (Laveren et al., 2009). De pecking-order benadering stelt tevens dat er voor ondernemingen een bepaalde rangorde bestaat in financieringsmiddelen.

2.3.1 Pecking-order theorie

Deze theorie werd voor het eerst voorgesteld door Myers en Majluf (1984) omwille van de informatieasymmetrie die bestaat tussen insiders (van bedrijven) en investeerders. Dit zorgt immers voor een onderwaardering van aandelenkapitaal bij de uitgifte van aandelen. Door deze mispricing zullen ondernemingen minder geneigd zijn investeringen te financieren met aandelenkapitaal aangezien het verlies in aandelenwaarden de positieve netto contante waarde van een investering volledig teniet kan doen.

De voorkeur voor bedrijven in financiering is volgens Myers (1984, p.581) de volgende:

1. De voorkeur gaat eerst uit naar interne financiering;
2. Targetdividendpayoutratio's worden aangepast aan hun investeringsopportuniteiten;
3. Het niet verlagen van de dividenden door onvoorspelbare winstgevendheid en investeringsopportuniteit fluctuaties leidt soms tot tekorten in interne middelen;
4. In het geval externe financiering noodzakelijk is zullen bedrijven de veiligste financieringsbronnen eerst kiezen, namelijk eerst gewone schulden, hierna volgen converteerbare schulden en ten laatste aandelen.

Uit bovenstaande verkiezen bedrijven dus duidelijk interne financiering en indien deze niet toereikend zijn externe middelen. Wanneer ondernemingen zich wenden tot externe

middelen blijkt schuldfinanciering de voorkeur te genieten omdat hier het mispricing probleem niet voorkomt. Toch is schuldfinanciering niet de oplossing aangezien hier het probleem van informatieasymmetrie, in mindere mate weliswaar, meespeelt in de intrestlasten die te hoog worden gesteld. Daarom is de veiligste keuze voor een onderneming om gebruik te maken van intern gegenereerde middelen (Myers & Majluf, 1984).

2.3.2 Pecking-order theorie in familiebedrijven

In familiebedrijven wordt een sterke voorkeur voor interne middelen teruggevonden wat wijst op een ondersteuning van de pecking-order benadering die hierboven besproken werd (Poutziouris, 2001). Zo zullen familiebedrijven hun targetdividendpayoutratio eerder laag zetten teneinde een groot deel van de winsten in te houden (Myers, 1984). Verder blijkt dat familiebedrijven risico-avers gedrag vertonen en liever geen schulden aangaan teneinde de controle over het familiebedrijf te behouden (Mishra & McConaughy, 1999). Toch vertonen sommige familiebedrijven geen risico-avers gedrag (Gomez-Mejia et al., 2007). De reden hierachter is dat families die in zeer moeilijke economische en financiële situaties verkeren hun socioemotional wealth trachten veilig te stellen. Dit betekent dat grote risico's genomen worden teneinde dit welvaartsverlies te voorkomen. Anderzijds zullen excessieve risico's vermeden worden om de socioemotional wealth te waarborgen. De vraag stelt zich wanneer welk gedrag voorkomt zoals verder besproken zal worden in sectie 4.1 in het kader van het "dual threat" probleem.

De voorgestelde rangorde in vorige paragraaf blijkt ook van toepassing te zijn op familiebedrijven. Zij verkiezen schuldfinanciering boven de uitgifte van nieuwe aandelen wanneer de interne middelen (zoals ingehouden winsten en reserves) niet voldoen. Hiermee wordt de controle van het familiebedrijf immers gedeeltelijk uit handen gegeven door een verwatering van de familiale aandelen en de hiermee gepaard gaande verlening van stemrechten aan de nieuwe eigenaars op de algemene vergadering (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Romano, Tanewski, & Smyrnis, 2000). Sommige bedrijven laten sommige investeringen en dus groeiopportunities zelfs schieten door hun risico-avers gedrag (Poutziouris, 2001; Westhead & Howorth, 2006). Hun belang ligt dan eerder in het behouden van het familiaal karakter, de familiale tradities en de familiale controle. Schuldfinanciering blijkt ook niet een volledige oplossing te bieden aangezien te hoge intrestkosten kunnen aangerekend worden door het mispricing probleem. Verder kunnen de kosten van financiële moeilijkheden zeer hoog oplopen voor familiebedrijven die hun schuldeisers niet meer kunnen terugbetalen, zoals reeds in paragraaf 2.2.2 besproken werd. Zij zullen hierdoor immers de controle over het familiebedrijf verliezen.

2.4 Agency theorie

2.4.1 Oorsprong en basis van agency theorie

Jensen en Meckling (1976) stellen de agency theorie voor waarbij er sprake is van een contract tussen een principaal en haar agent waartussen belangenconflicten kunnen ontstaan. Deze conflicten leiden tot de zogenaamde agency kosten die bestaan uit enerzijds opportuiniteitskosten en anderzijds reële kosten. Opportuiniteitskosten ontstaan door het nemen van suboptimale beslissingen en reële kosten zijn het gevolg van kosten inzake toezicht en controle (Laveren et al., 2009).

In het kader van de kapitaalstructuur van een onderneming zijn er steeds drie belanghebbende waartussen agency conflicten kunnen ontstaan. Deze participanten zijn de aandeelhouders, schuldeisers en het management van het bedrijf. Deze partijen beschikken niet allemaal over dezelfde informatie waardoor er informatieasymmetrie ontstaat tussen de zogenaamde principaal en haar agent. Zo kan de agent informatie achterhouden en zaken ondernemen die zijn verplichtingen naar de principaal toe in gevaar kunnen brengen. Deze informatieasymmetrie heeft twee problemen tot gevolg, namelijk adverse selection en moral hazard (Chrisman, Chua, & Litz, 2004). Chrisman et al. (2004) definieert adverse selection als het risico waarbij de principaal een agent aanstelt die niet voldoet aan de door de principaal verwachte voorwaarden inzake toewijding, competenties, kennis en dergelijke meer. Moral hazard is het risico waarbij de door de agent ondernomen acties na het afsluiten van het contract met de principaal, teneinde zichzelf te verrijken, de belangen van de principaal kunnen schaden.

De eerste agencykost die de ondernemingswaarden vermindert zijn de kosten verbonden aan extern eigen vermogen (Jensen & Meckling, 1976). Jensen en Meckling (1976) tonen aan dat de uitgifte van aandelen aan niet-managers zal leiden tot agency kosten bij de manager-aandeelhouders die niet 100% van het aandelenkapitaal in handen hebben. Deze managers dragen de kost van alle inspanningen die zij leveren maar beschikken maar over een deel van de hieruit voortvloeiende verdiensten. Daarom zullen deze managers een incentive hebben om meer te consumeren en hun inspanningen te verminderen. Een manager die 100% van de aandelen in zijn bezit heeft zal daarentegen alle gevolgen dragen van zijn acties waardoor zijn eigen belang overeenstemt met dat van het bedrijf (Jensen & Meckling, 1976). Uiteraard kunnen de gevolgen van dergelijke minderheidsaandeelhouder-managers beperkt worden door monitoring en controle. Monitoring door de overige aandeelhouders brengt kosten met zich mee wat de waarde van de aandelen vermindert. Het zijn deze kosten die onder de noemer agency kosten vallen. Bovendien kan er naast monitoring kosten ook sprake zijn van bonding kosten.

Vervolgens zijn er ook agency kosten verbonden aan de verschaffers van vreemd vermogen, namelijk de schuldeisers. Het probleem van moral hazard is hierin sterk aanwezig. Zo zal de agent na het aangaan van een lening bij de principaal een incentive hebben om te investeren in projecten met een hoger risico dan verwacht teneinde een hogere return te realiseren. Indien het project succesvol is zal de agent de opbrengsten en voordelen ervan opstrijken terwijl bij mislukking de schuldeisers (dus principaal) het grootste deel van kosten zullen moeten dragen. Aangezien deze schuldeisers zich hiervan bewust zijn en dit risico willen beperken zullen er zowel monitoring- als bondingkosten gemaakt worden. Deze kosten zullen de informatieasymmetrie tussen beide partijen verminderen doordat er op deze manier extra informatie verschaft wordt betreffende de geplande investering en het toezicht op de uitvoering hiervan na het afsluiten van de lening. Bij eventuele financiële moeilijkheden zullen ook faillissementskosten en reorganisatiekosten moeten gedragen worden (Jensen & Meckling, 1976). Deze kosten worden uiteraard doorgerekend aan de aandeelhouders onder de vorm van hogere intresten (Laveren et al., 2009).

Tenslotte bestaat er volgens de agency theorie een optimale kapitaalstructuur. Deze optimale schuldgraad bevindt zich daar waar de agency kosten geminimaliseerd worden (Jensen & Meckling, 1976).

2.4.2 Agency kosten in private familiebedrijven

Het agency model van Jensen en Meckling (1976) dat hierboven besproken werd is te beperkt om letterlijk over te nemen en toe te passen op familiebedrijven. In een familiebedrijf liggen de kaarten immers anders omwille van de invloed dat de familie uitoefent op het familiebedrijf. Deze familiness, die in hoofdstuk 3 uitgebreid aan bod komt, lokt een vorm van altruïstisch gedrag bij de ouders uit. Hiernaast hebben private familiebedrijven vaak een zeer geconcentreerd aandeelhouderschap waardoor het agency model op een andere manier moet geïnterpreteerd worden. Hieronder worden de belangrijkste verschillen met betrekking tot familiebedrijven besproken.

Vooreerst zal gedetailleerd uitgeweid worden over de invloed van een geconcentreerd eigenaarschap. In private familiebedrijven zijn de principaal en de agent vaak dezelfde persoon aangezien de manager meestal ook de eigenaar van het bedrijf is (Fama & Jensen, 1983). De kans op belangenconflicten is dan ook zeer klein waardoor de agency kosten, namelijk kosten van toezicht en controle, lager zullen zijn. Verder beschikken deze eigenaars vaak over een niet-gediversifieerde portefeuille waardoor het lange termijn handelen aangemoedigd wordt en een vertrouwensrelatie met verschaffers van vreemd vermogen opgebouwd wordt (Steijvers & Voordeckers, 2009a; Berger & Udell,

1995). Hierdoor zullen de agency kosten verbonden aan schuldeisers dalen. De eigenaar heeft er immers alle belang bij de continuïteit van de onderneming te waarborgen. Tenslotte blijkt de verhouding tussen ouders en kinderen een belangrijke invloed te hebben op het familiebedrijf. Zo bestaat er een zekere vorm van altruïsme waardoor familieleden handelen in het belang van het familiebedrijf (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). Zij zullen toegewijd en loyaal hun steentje bijdragen. Zoals verder in hoofdstuk 3 besproken zal worden bestaat er een zeker vorm van social capital tussen familieleden wat een effectieve communicatie bevordert (Habbershon & Williams, 1999) en hiermee de informatieasymmetrie vermindert (Schulze et al., 2003). Hieruit blijkt dat altruïsme een belangrijke positieve invloed heeft op de agency kosten in familiebedrijven.

In de literatuur is men het echter niet eens over het feit dat familiebedrijven genieten van lagere agency kosten (Steijvers & Voordeckers, 2009a; Schulze et al., 2003; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001). Zo zijn er ook negatieve effecten verbonden aan altruïsme¹. In het kader van ouderlijk altruïsme is er sprake van problemen van zelfcontrole die het gevolg zijn van overdreven veel macht en vrijheid waarover controlerende familiale eigenaars beschikken (Schulze et al., 2003). Ouders zouden zichzelf en anderen rondom hun immers kunnen schaden door het nemen van ongeoorloofde beslissingen. Dit zelfcontrole probleem leidt tot drie belangrijke agency problemen, namelijk moral hazard, hold-up en adverse selection (Schulze et al., 2003).

Moral hazard treedt op wanneer familiale werknemers aan free-riding en shirking doen omdat zij toch beschermd en verwend worden door hun ouders. Dit effect blijkt nog sterker wanneer de eigendom zeer verspreid is (Schulze et al., 2003). Hiernaast bestaat het probleem van hold-up. Familiale werknemers worden afhankelijk van het familiebedrijf en zien het verlaten van het familiebedrijf als zeer kostelijk omwille van de familiale voordelen waarvan zij genieten. Deze exit kost blijkt hoger ingeschat te worden dan de potentiële opbrengsten van het alternatief om elders te gaan werken (Schulze et al., 2003). Bovendien zijn er nog belangrijke familiale verwachtingen en banden die deze exit nog moeilijker kunnen maken. Het probleem van adverse selection doet zich vooral voor op de arbeidsmarkt. Aangezien families de controle over het familiebedrijf trachten te behouden (Gomez-Mejia, Cruz, Berrone, & De Castro, 2011) zal het uitkeren van stock options vermeden worden (Schulze et al., 2003). Hierdoor wordt het familiebedrijf als minder competitief beschouwd door de arbeidsmarkt en is de keuze beperkter. Verder leidt dit ook tot het aantrekken van minder gekwalificeerde werknemers. Hiernaast zullen familieleden voorrang krijgen over niet-familieleden (nepotisme). Tenslotte zullen familiale werknemers ook bij slechte resultaten beloond worden door het effect van

¹ Altruïsme moet geïnterpreteerd worden als een te maximaliseren nutsfunctie waarbij het individuele nut bepaald wordt door zowel het eigen welzijn als het welzijn van anderen. Het welzijn van anderen verbeteren kan dus ook een positieve invloed uitoefenen op het eigen welzijn (Schulze et al., 2003).

altruïsme waardoor conflicten met niet-familiale werknemers ontstaan (Chua, Chrisman, & Bergiel, 2009). Deze hebben immers een variabele vergoeding die daalt wanneer de resultaten ondermaats zijn (Schulze et al., 2003).

3. Familiness

In het vorige hoofdstuk werden reeds een aantal zaken aangehaald betreffende de invloed van de familie op het familiebedrijf inzake de kapitaalstructuur. Deze familiness zal in dit hoofdstuk duidelijker besproken worden zodat inzicht verworven kan worden in de specifieke werking van familiebedrijven. De eerste vraag hierbij is: Wat is een familiebedrijf?

3.1 Definitie familiebedrijf

De definitie van een familiebedrijf binnen de literatuur is niet eenduidig. Er zijn reeds meerdere pogingen ondernomen om een correcte en duidelijk definitie te formuleren. Dit blijkt echter niet zo triviaal. Algemeen genomen zijn onderzoekers het eens over het feit dat de aanwezigheid van de familie en meer bepaald de familiebetrokkenheid het onderscheid maakt tussen een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf (Miller & Rice, 1967). De onenigheid bestaat in wat er juist verstaan wordt onder familiebetrokkenheid. Doorgaans gebruiken onderzoekers een combinatie van management en eigenaarschap om deze betrokkenheid te verklaren (Handler, 1989). Chua, Chrisman en Sharma (1999) stellen volgende drie combinaties vast:

- Familiaal eigendom en familiaal bestuur
- Familiaal eigendom maar geen familiaal bestuur
- Geen familiaal eigendom maar wel familiaal bestuur

Aan de hand van een verzameling van 21 definities van familiebetrokkenheid concluderen Chua et al. (1999) dat alle definities de eerste categorie beschouwen als familiebedrijven. Daarentegen worden bedrijven uit de tweede en derde categorie niet unaniem als familiebedrijven beschouwd. Er bestaat wel een voorkeur voor de tweede categorie boven die van de derde. Verder is er ook nog onenigheid over de betekenis van het begrip familiaal eigendom. Zo onderscheiden Chua et al. (1999) acht verschillende vormen van familiaal eigendom:

- een individu
- twee personen, niet gerelateerd door bloed of huwelijk
- twee personen, wel gerelateerd door bloed of huwelijk
- een kerngezin
- meer dan één kerngezin
- een gespreide familie
- meer dan één gespreide familie

- het publiek

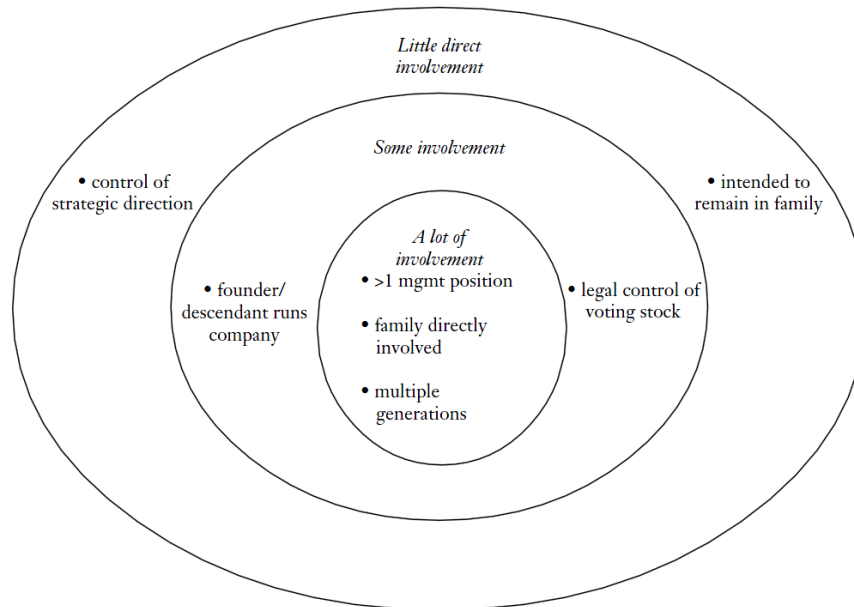
Enkel wanneer het om een kerngezin gaat blijkt er unanimititeit te bestaan. Voor alle andere vormen zijn er verschillende meningen met als minst aanvaarde vorm, het publiek.

Hiernaast nuanceren Churchill en Hatten (1987) het belang van familiale opvolging om te spreken over een familiebedrijf. Zonder familiale opvolger kan een bedrijf niet als familiebedrijf beschouwd worden. Deze nuancering wordt door Chua et al. niet aanvaard omdat hierdoor een familiaal bestuurd bedrijf dat in handen van een familie is en doorgaans gedefinieerd wordt als een familiebedrijf toch niet zou kunnen meegerekend worden als een familiebedrijf.

Ten einde een antwoord te formuleren op de vraag: "Wat is een familiebedrijf?", formuleerden Chua et al. (1999) een theoretische definitie die zo breed mogelijk is zodat geen familiebedrijven vergeten worden. Om het onderscheid te maken tussen familie- en niet-familiebedrijven is de definitie gebaseerd op het specifieke gedrag van familiebedrijven. Zo is het immers de bedoeling om organisatievormen te bestuderen die gezamenlijk een ander gedrag vertonen dan dat van gewone bedrijven. Twee belangrijke onderdelen in de definitie zijn het volgen van de visie van de familie en dit doorheen de generaties. Hierna dient een meer operationele definitie geformuleerd te worden om een strikt onderscheid tussen familie- en niet-familiebedrijven te maken. Er kunnen weliswaar verschillen bestaan binnen de groep van familiebedrijven.

Tot hiertoe werden enkel statische definities gehanteerd om een familiebedrijf van een niet-familiebedrijf te onderscheiden. Hierbij is er enkel sprake van een familiebedrijf of een niet-familiebedrijf. Daarom stellen Shanker en Astrachan (1996) voor om een continue schaal te hanteren waarbij de graad van familiale betrokkenheid gemeten wordt. Familiebedrijven worden volgens deze definitie opgedeeld in drie groepen: weinig directe familiale betrokkenheid, matige familiale betrokkenheid en veel familiale betrokkenheid. Deze indeling wordt op de volgende pagina geïllustreerd in de door Shanker en Astrachan (1996) ontworpen Family Universe Bull's Eye.

De breedste en meest inclusieve groep moet voldoen aan twee criteria. Enerzijds dient de familie een bepaalde effectieve controle te hebben over de strategische plannen van het bedrijf. Anderzijds dient men op zijn minst de intentie te hebben om het bedrijf binnen de familie te houden.



Figuur 1: The Family Universe Bull's Eye (Shanker & Astrachan, 1996)

De middelmatige groep voldoet minstens aan de eisen van de meest inclusieve groep en daarenboven dient het bedrijf geleid te worden door oftewel de stichter oftewel zijn nakomelingen. Ten slotte genieten familiebedrijven die tot de enge groep behoren van de betrokkenheid van meerdere generaties, van directe familiale betrokkenheid in dagdagelijkse operationele zaken en van meer dan één familielid met een significante managementverantwoordelijkheid.

Het is dus duidelijk dat er veel discussie en onenigheid bestaat in de literatuur. Aangezien het niet het doel van deze thesis is om een antwoord te geven op deze materie zullen we ons ook beperken tot bovenstaande definities. In volgende paragraaf zal verder ingegaan worden op wat de invloed van families is op het familiebedrijf op verschillende specifieke gebieden.

3.2 Oorsprong begrip familiness

Het begrip "familiness" vindt zijn oorsprong terug in de literatuur rond strategisch management, meer bepaald vanuit de resource-based view. Habbershon en Williams (1999) stelde voor om de term familiness te hanteren als zijnde een uniek middel van het familiebedrijf dat zou kunnen leiden tot een duurzaam competitief voordeel. Vooraleer verder in te gaan op deze term vraagt deze zogenaamde resource-based view een extra woordje uitleg.

De resource-based view is een inside-out theorie die stelt dat men die eigen middelen waarin een bedrijf excelleert moet benutten teneinde een competitief voordeel te

behalen. Men gaat dus eerst naar zijn sterktes en zwaktes kijken om een strategie te formuleren. Er is enkel sprake van een duurzaam competitief voordeel wanneer deze middelen leiden tot een waarde creërende strategie die niet kan gekopieerd worden door concurrenten of potentiële concurrenten (Barney, 1991). Bovendien moeten deze middelen voldoen aan vier strenge criteria. Deze vereisten stellen dat de middelen waardevol, onvervangbaar, niet-imiterbaar en schaars moeten zijn (Barney, 1991).

Verder splitst Barney (1991) bovengenoemde middelen op in drie groepen. Deze groepen bestaan uit physical capital, organizational capital en human capital. Onder physical capital moet verstaan worden de gebouwen, materiaal, installaties en machines. Human capital omvat de skills, ervaring en kennis van werknemers terwijl organizational capital eerder bestaat uit bedrijfsprocessen. Hieraan voegen Chisholm en Nielsen (2009) het begrip social capital toe. Social capital staat voor persoonlijke relaties en de hieruit voortvloeiende normen en waarden tussen medewerkers. Dit kan de snelheid en effectiviteit in communicatie aanzienlijk verbeteren zodat dit een bron van een duurzaam competitieve voordeel kan zijn (Chisholm & Nielsen, 2009).

De hierboven besproken middelen kunnen ook het gevolg zijn van de interactie van de familie met het familiebedrijf. Deze middelen worden verder benoemd onder de term familiness. Habbershon en Williams (1999) streven naar het onderzoek van de unieke middelen die een bedrijf beter doen presteren. Binnen een familiebedrijf kunnen bijvoorbeeld sterke onderlinge relaties leiden tot een hoge mate van social capital en de unieke familiale cultuur met zijn waarden en normen kunnen een positieve invloed hebben op de organizational capital van het familiebedrijf. Hoe deze familiness het familiebedrijf juist beïnvloedt zal verder onder sectie 3.3 in detail worden besproken.

Volgens Habbershon en Williams (1999) moet er niet onderzocht worden wat het verschil is tussen een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf inzake prestaties, maar wel wat de graad van familiness bedraagt in het familiebedrijf. Het familiebedrijf wordt dus voorgesteld als een heterogene entiteit. Deze denkwijze biedt een oplossing voor de eerder besproken problemen inzake de definitie van een familiebedrijf. De graad van familiness vormt immers rechtstreeks het criterium van hoe performant een bedrijf is (Habbershon & Williams, 1999).

3.3 Hoe beïnvloedt familiness het familiebedrijf

Arregle, Hitt, Sirmon en Very (2007) beschrijven de invloed van family social capital op de organizational social capital van het familiebedrijf. Dit geeft dus duidelijk de invloed weer van de familie op het familiebedrijf volgens het concept van familiness dat in de vorige paragraaf uitgewerkt werd. Er zijn twee belangrijke voorwaarden die deze invloed mogelijk maken, namelijk macht en tijd. De familie dient macht te hebben om haar invloed te kunnen uitoefenen op het familiebedrijf. Aangezien de familie meestal deel uitmaakt van de aandeelhouders en/of het topmanagement van het bedrijf wordt aan deze voorwaarde vaak voldaan. Ook tijd vormt geen probleem daar familiebedrijven gericht zijn op de lange termijn. De overdracht van het familiebedrijf aan volgende generaties is hier een voorbeeld van (Arregle, Hitt, Sirmon, & Very, 2007).

De invloed van familiness op het familiebedrijf verloopt volgens Arregle et al. (2007) via vier mechanismen die hieronder toegelicht worden. Vooreerst bestaat het effect van institutioneel isomorfisme van de familie. Dit betekent dat het familiebedrijf bepaalde denkwijzen en gedragingen gaat overnemen van de achterliggende familie. De familie wordt dan gezien als een achtergrondinstituut waarvan het familiebedrijf de structuur, het klimaat en de gedragingen kopieert (Arregle et al., 2007). Hiernaast kan de familie ook fungeren als "proximate" instituut voor het familiebedrijf. Hierbij zal de familie een belangrijke invloed uitoefenen op het familiebedrijf als zijnde een grote aandeelhouder. Dit kan gebeuren onder de vorm van het opleggen van bepaalde beperkingen en onder de vorm van het stimuleren van bepaalde gedragingen. Hierbij zijn families geïnteresseerd in het behouden van vroegere gecreëerde waarden, het creëren van nieuwe waarden en toekomstige werkgelegenheid voor familieleden (Sirmon & Hitt, 2003).

Vervolgens kan de familie ook haar invloed uitoefenen via het mechanisme van organisatie identiteit en rationaliteit (Arregle et al., 2007). De identiteit van de organisatie is uniek en is gerelateerd aan de missie, visie, waarden en gebruiken van het bedrijf. Deze identiteit ontstaat uit de interactie tussen managers en andere belangrijke stakeholders. Natuurlijk bestaan de managers en stakeholders in een familiebedrijf voornamelijk uit familieleden waardoor de familie ook op deze manier organizational social capital opbouwt. Op een analoge manier zal de rationaliteit van het familiebedrijf beïnvloed worden door de familie. Familieleden in het topmanagementteam passen hun visies en meningen, die ze vanuit hun familiale omgeving leerden, toe tijdens beslissingsprocessen waardoor de rationaliteit binnen het managementteam beïnvloed wordt.

Hiernaast bestaat er nog een derde mechanisme waarmee de familie haar invloed op het familiebedrijf kan uitoefenen, namelijk via de human resource praktijken (Arregle et al., 2007). Zo heeft de selectie en promotie van medewerkers een sterke invloed op de organizational social capital. Arregle et al. (2007) stellen dat topmanagers deze beslissingen nemen en hierbij kiezen voor medewerkers die de normen en waarden van de familie ondersteunen aangezien deze managers vaak zelf familieleden zijn.

Tenslotte zorgt de overlapping van sociale netwerken voor een laatste mechanisme voor de familie om invloed mee uit te oefenen op het familiebedrijf. (Arregle et al., 2007). Het sociaal netwerk van het bedrijf is immers gebaseerd op het sociaal netwerk van familieleden. De familie wenst het familiebedrijf iets bij te brengen en zal daardoor vaak haar persoonlijk sociaal netwerk inbrengen in het bedrijf teneinde de continuïteit van het bedrijf veilig te stellen. Deze overlapping leidt tot bepaalde tradities, gewoontes en vormt het algemeen sociaal kader waarin het familiebedrijf actief is.

3.4 Wat is familiness

Er is in bovenstaande paragrafen reeds uitgelegd wat de oorsprong van familiness is en hoe familiness en het familiebedrijf met elkaar interageren. Wat deze familiness precies inhoud is echter nog niet in detail uitgewerkt. Hiervoor zal aan de hand van twee belangrijke invalshoeken de inhoud van familiness beschreven worden.

3.4.1 Familiness vanuit de resource-based view

De eerste invalshoek valt terug op de resource-based view die eerder uiteengezet werd. Sirmon en Hitt (2003) onderscheiden vijf unieke karakteristieken en attributen waarmee een familiebedrijf een duurzaam competitief voordeel kan bekomen ten opzichte van niet-familiebedrijven. Deze resources komen voort uit de invloed van de familie op het familiebedrijf en zijn human capital, social capital, survivability capital en het governance structuur attribuut.

Human capital

Human capital omvat de kennis en competenties van een medewerker. Human capital in een familiebedrijf is ingewikkeld door de duale relaties die erin bestaan (Sirmon & Hitt, 2003). Familieleden zijn immers actief in zowel bedrijfsrelaties als familierelaties.

Een negatief effect in een familiebedrijf dat hieruit voortvloeit is dat familieleden voorrang krijgen om bepaalde jobs uit te voeren, ook bekend als de negatieve zijde van nepotisme (Kets De Vries, 1993). Dit leidt tot suboptimale werknemers. Bovendien vormt dit nepotisme een obstakel voor gekwalificeerde managers om te werken in familiebedrijven. Hiernaast bestaan nog redenen waarom familiebedrijven meer moeite hebben met het aantrekken van gekwalificeerd personeel, zoals weinig groeipotentieel en weinig professionaliteit (Sirmon & Hitt, 2003).

Daarentegen biedt een familiebedrijf ook belangrijke positieve effecten in human capital zoals extreme toewijding aan het familiebedrijf, intieme vriendschappelijke relaties en het potentieel voor een diepgaande specifieke kennis van het familiebedrijf (Sirmon & Hitt, 2003).

Social capital

Deze tweede unieke karakteristiek van een familiebedrijf gaat over de relaties tussen individuen. Social capital heeft een belangrijke invloed op de uitwisseling van middelen tussen individuen en divisies binnen het bedrijf, de leercapaciteit van het familiebedrijf, product innovatie, technologische kennis, toegang tot markten en dergelijke meer (Sirmon & Hitt, 2003). Verder bestaat social capital uit drie dimensies, namelijk de structurele, cognitieve en relationele dimensie (Pearson, Carr, & Shaw, 2008). Voor een meer uitvoerige uiteenzetting van deze dimensies wordt er verwezen naar sectie 3.4.2.

Het voordeel voor familiebedrijven met een hoge mate van social capital bestaat in het vormen van effectieve relaties met leveranciers, klanten en andere ondersteunende organisaties (Sirmon & Hitt, 2003). Op lange termijn heeft het ook een invloed op de human capital van het familiebedrijf aangezien een hoge mate van social capital leidt tot een beter ontwikkeling van familiale opvolgers (Sirmon & Hitt, 2003).

Patient financial capital

Patient capital staat voor financieel kapitaal dat geïnvesteerd wordt op lange termijn zonder dat op korte termijn de kans bestaat op liquidatie. Daar familiebedrijven meer gericht zijn op de lange termijn dan de korte termijn en aangezien ze uitgebouwd worden met het zicht op het overlaten ervan aan volgende generaties (Gomez-Mejia, Cruz, Berrone, De Castro, 2011), hebben familiebedrijven een incentive om patient capital op te bouwen. Ze beschikken dus over een effectieve structuur om financieel kapitaal op een effectieve wijze te beheren.

Familiebedrijven hebben echter de neiging om het aandelenkapitaal in eigen handen te houden waardoor er een beperkte bron aan financieel kapitaal is. Bovendien zijn

familiebedrijven vaak niet groot genoeg om in aanmerking te komen om obligaties uit te schrijven of toegang te krijgen tot de traditionele financiële markten (Sirmon & Hitt, 2003).

Survivability capital

Survivability capital stelt alle persoonlijke middelen voor dat familieleden bereid zijn op te geven of te lenen teneinde een voordeel te bieden aan het familiebedrijf (Dreux, 1990). De familie is immers bereid eigen middelen ter beschikking te stellen aan het familiebedrijf indien dit leidt tot een behoud van hun socioemotional wealth (Gomez-Mejia, Cruz, Berrone, De Castro, 2011). Deze middelen kunnen bijvoorbeeld bestaan uit onbetaalde arbeid en extra kapitaal injecties. Bij tijdelijke subsidiering van het familiebedrijf door familieleden zullen deze laatsten de kosten ervan afwegen tegen die van het verlies van het familiebedrijf dat bestaat uit reputatieverlies, kapitaalverlies, tijd en organisatiekosten (Sirmon & Hitt, 2003). Het is dus duidelijk dat survivability capital een integratie is van de hierboven besproken unieke karakteristieken en daarom ook zelf uniek is voor familiebedrijven.

Governance structuur en kosten

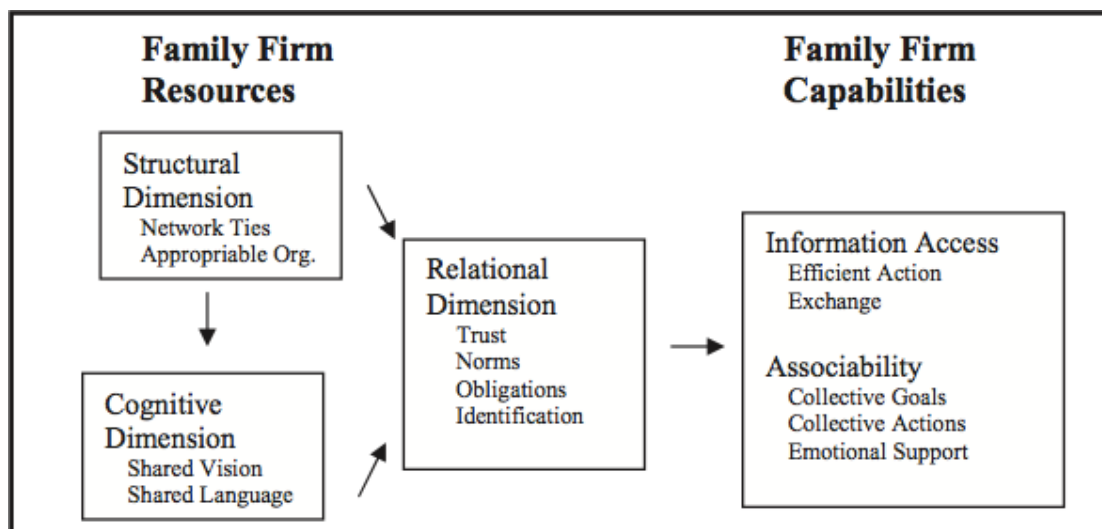
Sirmon en Hitt (2003) stellen dat familiebedrijven lagere governance kosten hebben dan niet-familiebedrijven op basis van de agency theorie. Het management en de eigenaars van familiebedrijven hebben immers dezelfde doelen voor ogen omwille van hun familiale relaties waardoor de agency kosten lager zijn dan bij niet-familiebedrijven (Jensen & Meckling, 1976). Daarentegen stellen Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino (2005) dat ouderlijk altruïsme leidt tot zeer hoge agency kosten bij familiebedrijven. Voor een uitvoerige bespreking rond agency theorie in familiebedrijven wordt terug verwezen naar sectie 2.4.

3.4.2 Familiness vanuit Social capital theorie

Pearson, Carr en Shaw (2008) bespreken wat het construct familiness inhoudt vanuit de social capital theorie. Hierbij wordt familiness gedefinieerd als een resource en competentie dat zijn oorsprong vindt uit de betrokkenheid en interactie van familiale relaties in het familiebedrijf (Pearson et al., 2008). Vanuit deze invalshoek worden het familiebedrijf en de familie niet beschouwd als twee aparte entiteiten, maar wel als één complex geheel. Het is de interactie tussen het familiebedrijf en de familie dat het interessant maakt om vanuit de social capital theorie te werken. Volgens Nahapiet en Ghoshal (1998) staat deze theorie immers voor " ... de actuele en potentiële resources die aanwezig zijn in, beschikbaar door en voortvloeien uit een netwerk van relaties in

handen van een persoon of een sociale eenheid " (p. 243). De ontwikkeling van social capital in een familiebedrijf wordt bevorderd door vier factoren, namelijk stabiliteit, interactie, interdependentie en verbondenheid (Nahapiet & Ghosal, 1998).

Vanuit dit perspectief onderscheiden Pearson et al. (2008) drie resource dimensies, namelijk de structurele, cognitieve en relationele dimensies en twee hieruit voortvloeiende competentie gebonden dimensies. Deze twee dimensies worden gedefinieerd als informatie toegankelijkheid en associativiteit. Onderstaand model geeft een overzicht van de hierboven genoemde dimensies.



Figuur 2: Social capital perspectief van familiness (Pearson, Carr, & Shaw, 2008)

Structurele dimensie

Deze dimensie staat voor de aanwezige bindingen tussen individuen binnen een organisatie en de mogelijkheid om deze sociale netwerken te gebruiken (Pearson et al., 2008). Verder omvat deze dimensie de densiteit, connectiviteit en hiërarchie van het netwerk (Nahapiet & Ghosal, 1998). Toegepast op familiebedrijven betekent dit dat de eigen reeds gevormde familiale netwerken ingebracht kunnen worden in het familiebedrijf door de continue interactie tussen familieleden en het familiebedrijf als geheel. In de literatuur wordt hiervoor verwezen naar de term *appropriate organization* (Pearson et al., 2008). Dit effect is uniek voor familiebedrijven waardoor op dit vlak een voordeel kan ontstaan ten opzichte van niet-familiebedrijven.

Cognitieve dimensie

De cognitieve dimensie omvat de gedeelde visie en taal. Hiermee wordt bedoeld op de door de groep gekende en ondersteunde cultuur. Deze gedeelde visies werken als een

bindingsmechanisme tussen verschillende individuen (Pearson et al., 2008). Bij familiebedrijven bestaat dit collectief begrip uiteraard ook (Sirmon & Hitt, 2003; Arregle et al., 2007). Dit leidt tot een sterke samenwerking van de familieleden zodat lange termijn doelen van de familie worden verwezenlijkt. Natuurlijk beschikt het familiebedrijf over een zeer sterke vorm van deze cognitieve dimensie aangezien de cultuur en visie van de familie diep verankerd zit in het familiaal verleden (Pearson et al., 2008).

Relationele dimensie

De relationele dimensie vloeit voort uit de cognitieve dimensie die op zijn beurt het gevolg is van de structurele dimensie (Pearson et al., 2008). Dit betekent dus dat er eerst nood is aan sterke bindingen tussen de familieleden alvorens een gedeelde visie en cultuur kan ontstaan. Gedeelde ervaringen brengen deze gedeelde visies een niveau hoger, namelijk wederzijds vertrouwen, normen, verplichtingen en een collectieve identificatie (Pearson et al., 2008). Deze laatste vier kenmerken vormen de bouwstenen van de relationele dimensie.

Het is deze unieke bundel van familiale resources die leidt tot twee belangrijke competenties: informatie toegankelijkheid en associativiteit.

Deze unieke vorm van social capital vergemakkelijkt de toegang en uitwisseling van informatie (Pearson et al., 2008). Sterke relaties gebaseerd op wederzijds vertrouwen met een gedeelde visie vormen immers de perfecte informele structuur om de traagheid en inefficiëntie van formele structuren, processen en regels te doorbreken. Bovendien vergroot de in familiebedrijven aanwezige social capital de hoeveelheid informatiebronnen en haar kwaliteit (Nahapiet & Ghosal, 1998; Arregle et al., 2007).

Hiernaast staat de term associativiteit voor het vooropstellen van de collectieve doelen en acties boven de individuele doelen (Pearson et al., 2008). Familieleden beschikken dus over de competentie om die acties te ondernemen dat het familiebedrijf als geheel ten goede komt waarbij individuele en soms geheime agenda's vermeden worden. Bovendien zullen familieleden met een hoge mate van social capital bij het uitvoeren van bovengenoemde acties elkaar de nodige emotionele ondersteuning geven (Pearson et al., 2008).

Deze invalshoek heeft inzicht gegeven in de betekenis van de term familiness en toont duidelijk aan dat familiness kan leiden tot een voordeel voor familiebedrijven ten opzichte van niet-familiebedrijven. De relatie tussen familiness en performance zal verder toegelicht worden onder sectie 3.6.

3.5 Welke families familiness creëren

De betekenis van het begrip familiness is in vorige paragraaf in detail uitgewerkt. Verder zijn de mechanismes waarmee de familie haar invloed op het familiebedrijf kan uitoefenen ook reeds uiteengezet. Het is echter nog niet duidelijk welke families wel en welke families geen familiness creëren in het familiebedrijf. Hieronder wordt het antwoord op deze vraag uitgewerkt.

Er zijn drie componenten die ertoe leiden dat een familie familiness creëert. Deze drie componenten zijn de betrokkenheid van de familie, de essence benadering (Chrisman, Chua, & Sharma, 2005) en de organisatie identiteit (Zellweger, Eddleston, & Kellermanns, 2010).

De eerste component wordt vaak gebruikt uit gemak om familiebedrijven van niet familiebedrijven te onderscheiden. Het gaat dan over de betrokkenheid in aandeelhouderschap, management en controle in het algemeen. Chrisman et al. (2005) stellen met deze component vast of er een potentieel voor familiness is. Dit betekent dus dat het een belangrijke component is maar dat betrokkenheid alleen niet genoeg is om van familiness te kunnen spreken.

Dit brengt ons tot de tweede component, namelijk de essence benadering. Deze component gaat verder en stelt dat men ook moet kijken naar gedrag dat specifiek en onderscheidend is alvorens er sprake kan zijn van familiness (Chrisman et al., 2005). Betrokkenheid alleen leidt dus niet vanzelfsprekend tot invloed van de familie op het familiebedrijf. De essence benadering stelt dat wanneer de familie een lange termijn visie heeft met het oog op overdracht naar volgende generaties er gevoelens van persoonlijke en sociale verwezenlijking zullen ontstaan (Arregle et al., 2007). Dit zorgt ervoor dat de familie bedrijfsdoelstellingen vooropstelt (Pearson et al., 2008) en het welzijn van het bedrijf zal trachten te waarborgen door het leveren van de noodzakelijke social, human en financial capital (Sirmon & Hitt, 2003).

Desalniettemin stellen Zellweger et al. (2010) dat deze twee componenten niet voldoende aantonen of er sprake is van familiness. Zij stellen dat er een derde component nodig is die aangeeft of de familie een structureel en diep verankerd geïntegreerd deel van het familiebedrijf en de organisatiecultuur is of louter een symbolisch en ondersteunend karakter heeft. Deze derde component biedt het antwoord op de vraag of het bedrijf zich al dan niet als een familiebedrijf identificeert (Zellweger et al., 2010). Verder stellen zij ook dat er een bepaalde gradatie kan bestaan in het antwoord op bovenstaande vraag.

Door de identificatie van werknemers met het bedrijf zal de organisatie gezien worden als een soort van extensie van hunzelf. Bovendien gaat deze identificatie verder dan enkel een cognitieve zienswijze. Het heeft ook een invloed op de manier van werken binnen het bedrijf. Verder wordt er een unieke bundel van waarden en gebruiken gevormd die door de ganse organisatie gedragen wordt (Zellweger et al., 2010).

Bij familiebedrijven zullen familieleden zich identificeren met het familiebedrijf en het gevoel hebben één te zijn met het familiebedrijf. Daarenboven zullen familieleden hun specifieke normen en waarden inbrengen in de organisatiecultuur. Vaak zullen familieleden ook hun uiterste best doen om een positieve identiteit met de organisatie te waarborgen aangezien zij weten dat ze niet zomaar van familie kunnen veranderen bij een negatief beeld van het familiebedrijf en dus de familie (Zellweger et al., 2010). Nog een stap verder is wanneer niet-familieleden zich identificeren met het familiebedrijf en zich dusdanig als stewards opstellen van het familiebedrijf (Zellweger et al., 2010).

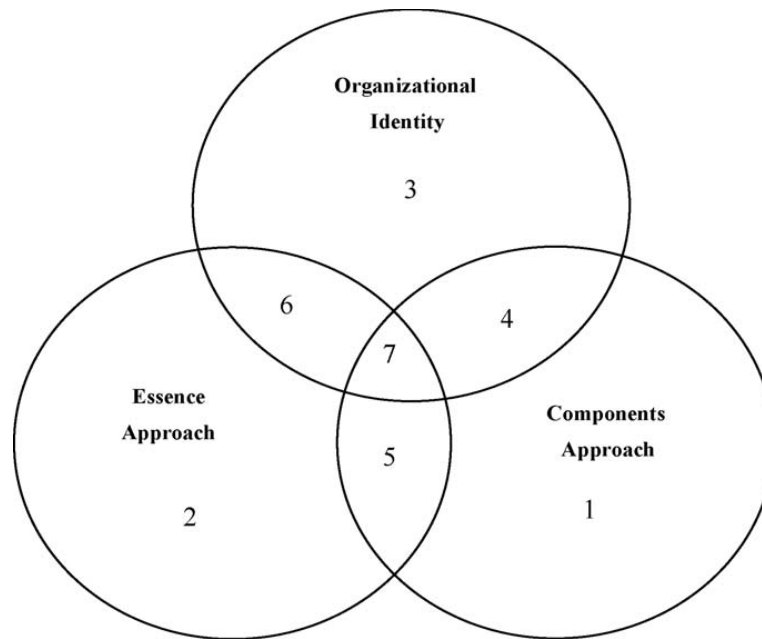
Hiernaast heeft de identificatie van familieleden en niet-familieleden met het familiebedrijf niet enkel een invloed op interne familiness maar ook extern. Dit betekent dat deze familiness ook naar de buitenwereld kan gecommuniceerd worden waardoor dit een invloed kan hebben op de producten en het imago van het volledig bedrijf (Zellweger et al., 2010). Vaak kan het familiebedrijf een onderscheidend imago aannemen met unieke waarden en normen over hoe het bedrijf zich gedraagt binnen de gemeenschap. Zowel klanten, leveranciers als financiële instellingen kunnen deze externe familiness percipiëren als vertrouwenswaardig, klantgericht en kwaliteitsgericht (Craig, Dibbrel, & Davis, 2008).

Toch stellen Craig et al. (2008) voor om verder onderzoek te doen naar de toegankelijkheid voor familiebedrijven van allerlei resources aangezien hier nog weinig onderzoek naar verricht is. Deze thesis zal hiertoe bijdragen door te trachten een antwoord te bieden op de relatie tussen familiale aspecten en de financiering van familiebedrijven.

De drie hierboven besproken componenten kunnen geïntegreerd worden in één model. Figuur 3 geeft dit model weer aan de hand van drie cirkels waarbij alle mogelijke overlappingsen tussen de verschillende componenten zichtbaar worden.

Onder punt 1 vallen de bedrijven die enkel voldoen aan de betrokkenheidscomponent. Dit betekent dat het over bedrijven gaat waarbij een familie financieel kapitaal ter beschikking stelt zonder meer. De familie heeft dus geen enkele invloed op het gedrag van het bedrijf en de familie identificeert zich totaal niet met het familiebedrijf. Onder punt 2 is sprake van bedrijven die volgens hun gedrag bestempeld worden als

familiebedrijven. Hierbij is echter geen familiaal aandeelhouderschap of identificatie met het familiebedrijf. Vervolgens vallen de bedrijven die zich volledig als familiebedrijf identificeren maar waarbij toch geen familiaal aandeelhouderschap of familiaal gedrag bestaat onder punt 3.



Figuur 3: Dimensies van familiness (Zellweger et al., 2010)

Tenslotte zullen die bedrijven die zich in punt 7 bevinden de grootste hoeveelheid familiness opbouwen (Zellweger et al., 2010). Zij beschikken immers over een optimale combinatie van de drie componenten.

3.6 Familiness en performance

3.6.1 Overzicht

De grote vraag in de literatuur over familiebedrijven is uiteraard of deze beter presteren dan niet-familiebedrijven. Of meer nog of familiebedrijven met een hoge graad aan familiness betere resultaten leveren dan familiebedrijven met een lage graad aan familiness. Rutherford, Kuratko en Holt (2008) trachtten hierop een antwoord te geven. Vanuit de literatuur stellen zij dat op 23 studies er negen studies een positieve relatie ondersteunen, negen neutraal zijn, één een negatieve relatie ondersteunt en vier een partieel positieve relatie vonden. Zo vonden Anderson, Mansi en Reeb (2003) een positieve relatie tussen familiaal aandeelhouderschap en ROA (return on assets). Toch moet dit resultaat met de nodige voorzichtigheid gehanteerd worden aangezien dit

onderzoek in het kader van beursgenoteerde bedrijven plaatsvond. Westhead en Howorth (2006) vonden daarentegen geen enkel verband tussen familiale betrokkenheid en hogere prestaties. Lauterbach en Vaninsky (1999) vonden zelfs een negatief verband tussen familiness en prestaties. Dit betekent dus dat er nog een belangrijke onenigheid bestaat over de relatie tussen familiness en prestaties van familiebedrijven.

3.6.2 Het meetprobleem

De meeste van deze studies gebruiken echter een beperkte maatstaf om deze familiness te meten. Vaak wordt er enkel gebruik gemaakt van familiaal aandeelhouderschap om de familiness te meten waardoor de kwaliteit van de onderzoeken te wensen overlaat (Rutherford et al., 2008). Daarom trachten Rutherford et al. (2008) de link tussen prestaties en familiness in kaart te brengen met de F-PEC schaal. Hieronder volgt een korte beschrijving van deze F-PEC schaal. De uitwerking van deze F-PEC schaal zal inzichten geven in de verwevenheid en interactie tussen de familie en het familiebedrijf. Deze schaal is een theoretische poging om familiebedrijven beter in kaart te brengen.

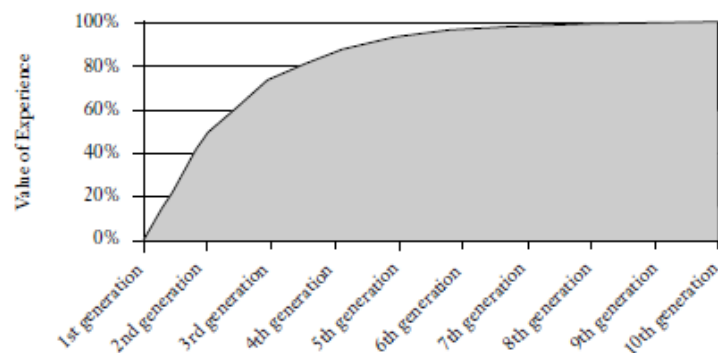
F-PEC schaal

Volgens Astrachan, Klein en Smyrniotis (2002) bestaat familiale betrokkenheid uit drie dimensies, die tevens de bestanddelen vormen van de F-PEC schaal. Deze drie subschalen zijn macht (power), ervaring(experience) en cultuur(culture). Volgende paragrafen zullen deze drie dimensies nader toelichten.

De machtsdimensie geeft de hoeveelheid invloed en macht weer van de familie door eigenaarschap, governance en invloed in het management. Deze subschaal telt niet enkel het percentage familiale bestuurders maar ook het percentage bestuurders dat door de familie benoemd werd, zodat de volledige familiale invloed gemeten kan worden. Daarenboven wordt er ook rekening gehouden met indirecte vermogensbelangen. Zo kan een familie die voor 50% aandelen bezit in een holding dat zelf een belang van 50% heeft in een ander bedrijf een invloed uitoefenen van 25%. Verder moet benadrukt worden dat de invloed van de familie in eigenaarschap, governance en management uitwisselbaar en additief is, zodat deze dimensie de totale macht van de familie meet (Astrachan et al., 2002).

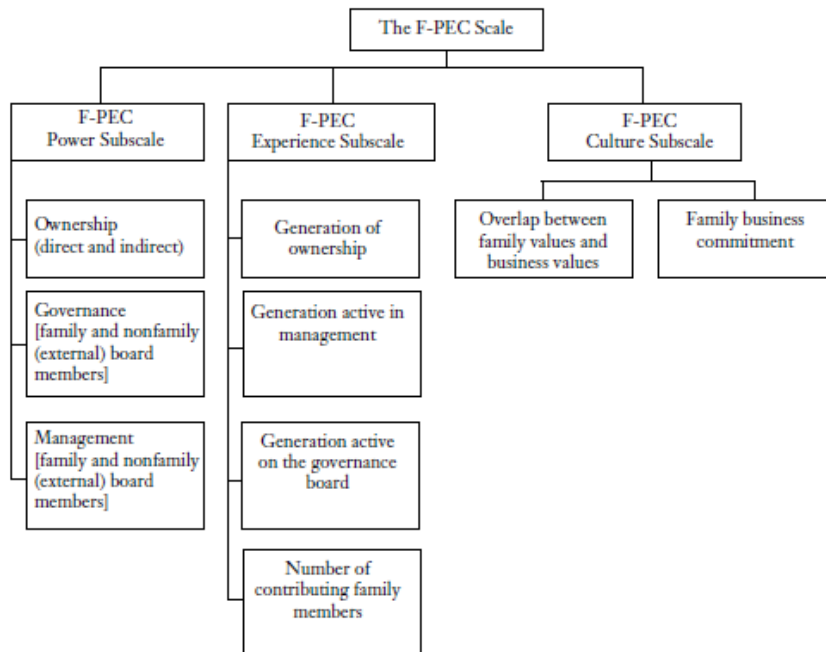
Hiernaast is de ervaringsdimensie gerelateerd aan de generatie en het aantal betrokken familieleden in het familiebedrijf. Merk op dat het belang van de nuancering van Churchill en Hatten(1987) uit vorige paragraaf hierin terugkomt aangezien zij stellen dat een bedrijf maar een familiebedrijf kan zijn indien het bedrijf overgegeven wordt aan volgende generaties. De extra meerwaarde in ervaring dat een volgende generatie met

zich meebrengt is het grootst bij de overgang van de eerste naar de tweede generatie. De meeste nieuwe gewoontes en rituelen worden immers tijdens de eerste generatie ontwikkeld. Onderstaande grafiek geeft deze ervaringsmeerwaarde weer voor iedere generatie. Verder blijkt het aantal familieleden betrokken bij het familiebedrijf positief gerelateerd te zijn aan de ervaring. Zo kunnen discussies tussen zonen en dochters met de vader een meerwaarde bieden voor de ervaring van het familiebedrijf (Astrachan et al., 2002). Volgens Posa en Messer (2001, in Astrachan et al., 2002) blijkt ook de echtgenote van de familiale CEO van het bedrijf hierin een sleutelrol te spelen.



Figuur 4: Evolutie van de ervaringsmeerwaarde volgens generatie (Astrachan et al., 2002)

De cultuurdimensie geeft de samenhang weer tussen de familie en het bedrijf in assumpties en waarden. Natuurlijk heeft de visie van bestuurders een grote invloed hierop. Indien zij zich zien als bestuurder van een familiebedrijf zullen ze meer oog hebben voor familiale doelen. Verder is het vaak zo dat de oprichter zijn waarden en normen overdraagt naar het familiebedrijf waardoor er sprake is van een sterke samenhang tussen de familie en het bedrijf. Dit blijkt onder andere uit conflictoplossingen, de mate van centralisatie/decentralisatie en de manier waarop beslissingen genomen worden. Aangezien de bedrijfscultuur zich op lange termijn ontwikkelt kan het voorkomen dat de samenhang tussen de waarden van het familiebedrijf niet overeenkomen met de huidige generatie. Bovendien meet de cultuurdimensie in de F-PEC schaal ook het engagement of de toewijding van de familie in het familiebedrijf (Astrachan et al., 2002).



Figuur 5: De F-PEC schaal (Astrachan, Klein, & Smyrnios, 2002)

F-CPO schaal

Uit vorige paragraaf blijkt dat de F-PEC schaal het meten van familiness in familiebedrijven naar een hoger niveau brengt. Desalniettemin biedt deze benadering geen volledige oplossing voor het meetprobleem aangezien de F-PEC volgens Rantanen en Jussila (2011) slechts het potentieel in familiness meet en niet de actuele familiness in een familiebedrijf. Daarom stellen zij voor om de schaal theoretisch verder te optimaliseren. Ook kan er op deze manier diepgang in kennis ontstaan rond de werking van de familie in een familiebedrijf.

De F-CPO schaal kan de actuele familiness in een familiebedrijf meten (Rantanen & Jussila, 2011). Deze schaal staat voor collective psychological ownership waarbij de familie eigenaarschap heeft over het familiebedrijf vanuit sociaal en psychologisch oogpunt. CPO is een cognitieve construct met een emotionele zijde dat wijst op het collectieve eigenaarschap van een object.

Er is sprake van CPO wanneer er collectieve controle is over een doel dat het collectief bezit vormt van het subject, in deze context de familie. Vervolgens dient er voldoende geïnvesteerd te worden in dit doel inzake energie, tijd, kennis, competenties en fysieke resources. Ten slotte dient er sprake te zijn van intersubjectieve familiariteit met dit doel alsook een verpersoonlijking van dit doel. Dit betekent in het kort dat de familie zich met familiebedrijf identificeert (Rantanen & Jussila, 2011).

De CPO benadering stelt verder dat het familiebedrijf als het ware een extensie vormt van de familie als collectief aandeelhouder. Dit gevoel van collectief eigenaarschap leidt tot collectieve overtuigingen, waarden, normen, gedeelde gevoelens en gezamenlijke kennis over het familiebedrijf (Rantanen & Jussila, 2011). Merk hier de overeenkomst op met de organisatie identiteit component die eerder voorgesteld werd door Zellweger et al. (2010).

De power subschaal wordt in deze benadering vervangen door collectieve controle. Aandeelhouderschap blijkt een goede indicator te zijn van de potentiële controle van de familie in het familiebedrijf. Om de werkelijke controle te meten zal een continue schaal gehanteerd worden die het gevoel van gedeeld eigenaarschap meet (Rantanen & Jussila, 2011). Deze schaal zal ook een antwoord bieden op de vraag of familieleden die deel uitmaken van de raad van bestuur werkelijk hun familiale invloed uitoefenen. Dit is immers pas mogelijk indien zij zichzelf zien als een lid van een collectief geheel, de familie, dat zich identificeert met het familiebedrijf.

De optimalisering van de ervaringschaal verloopt gelijkaardig aan die van de powerschaal. De ervaringschaal in de F-PEC gaat ervan uit dat hoe hoger het getal is van aantal generaties, hoe meer ervaring er is opgebouwd (Astrachan et al., 2002). Toch zegt dit simpele getal niet veel. Er is nood om de werkelijke ervaring te meten. Dit kan in de F-CPO schaal door het collectieve geheugen van de groep de meten. Dit collectieve geheugen bestaat uit gedeelde en intieme kennis en begrip van het familiebedrijf dat ontstaat doorheen de generaties dankzij interacties binnen de familie, de zogenaamde intersubjectieve familiariteit. Vaak zullen jonge familieleden de diepgaande kennis van het familiebedrijf op een natuurlijke manier overkrijgen van de oudere generatie (Rantanen & Jussila, 2011).

De cultuurdimensie in de F-PEC beschrijft volgens Rantanen en Jussila (2011) enkel het potentieel en niet de werkelijke overlapping tussen de normen en waarden van het bedrijf met die van de familie. Daarom stellen zij voor om met de F-CPO te meten in welke mate de bedrijfswaarden en normen overeenkomen met de familiale identiteit en in welke mate de familieleden deze normen en waarden met zichzelf identificeren. Verder moet de F-CPO ook aangeven in welke mate de moeite die familieleden investeren in het familiebedrijf ook effectief gerealiseerd worden.

3.6.3 Familiness en schuldratio

Rutherford et al. (2008) gebruikte de F-PEC schaal teneinde het meetprobleem dat hierboven besproken werd op te lossen. Bij het onderzoeken van de link tussen familiness en performance kwamen zij tot weinig bevredigende resultaten. Met

performance wordt bedoeld op verschillende prestatie maatstaven zoals de omzet, de omzet per werknemer, de schuldgraad en groei.

Uiteraard is in deze thesis de link tussen familiness en schuldgraad het meest interessant, waardoor hieronder verder op deze relatie ingegaan zal worden. De invloed van familiness kan een indirecte invloed uitoefenen op de schuldgraad via een hogere performance van familiebedrijven ten opzichte van niet-familiebedrijven. Sterkere prestaties leiden immers tot hogere winsten en meer cash flow wat leidt tot een hogere terugbetalingscapaciteit van de onderneming (Mishra & McConaughy, 1999; Anderson, Mansi, & Reeb, 2003). Hierdoor zal vanuit het standpunt van kredietranstoenering eerder leningen uitgegeven worden aan bedrijven met een hoge graad aan familiness. Kredietranstoenering komt immers voor wanneer er een grotere vraag naar kapitaal is dan er aanbod is vanwege financiële instellingen aan een evenwichtsprijs (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Kapitaalverschaffers zullen de prijs dan niet verhogen (in tegenstelling tot wat de wetten van vraag en aanbod voorschrijven) zodat het aantrekken van risicovolle klanten vermeden wordt, maar wel het aantal toegekende kredieten beperken (Stiglitz & Weiss, 1981). De financiële instelling zal hierbij kredieten toekennen aan die bedrijven die over de hoogste terugbetalingscapaciteit beschikken.

Hiernaast kan er ook een directe invloed bestaan tussen familiness en de schuldratio van een onderneming. Vanuit het standpunt van het aanbod van kapitaal zal de survivability en patient financial capital (Sirmon & Hitt, 2003) van ondernemingen met een hoge mate van familiness immers een voordeel opleveren in het bekomen van bankleningen. De lange termijn visie en de niet-gediversifieerde investering van families (Gomez-Mejia et al., 2011) zal er immers toe leiden dat zij bereid zijn persoonlijke middelen, bijvoorbeeld in de vorm van onbetaalde arbeid, op te geven ten voordelen van het familiebedrijf (Dreux, 1990). Zij hebben bij falen namelijk veel te verliezen, zoals hun reputatie, kapitaal en tijd (Sirmon & Hitt, 2003). Deze toewijding, die uniek is aan familiebedrijven, betekent een hogere kans op terugbetaling van geleend geld bij kapitaalverschaffers. Verder zijn bedrijven met een hoge mate van familiness sterk gericht op de lange termijn wat de continuïteit van het familiebedrijf ten goede komt (Sirmon & Hitt, 2003; Habbershon & Williams, 1999; Dreux, 1990). Een lage kans op liquidatie vormt een hogere zekerheid tot terugbetaling van leningen voor verschaffers van kapitaal. De belangen van financiële instellingen komen in deze context overeen met de belangen van de familiebedrijven. Natuurlijk zijn er naast deze voordelen ook tal van nadelen verbonden aan het verschaffen van kapitaal aan familiebedrijven, zoals uit sectie 3.7 blijkt.

Ten slotte kan de directe invloed van familiness op de schuldratio ook geanalyseerd worden vanuit de vraagzijde van kapitaal. Zo bleek, in het onderzoek van Rutherford et

al. (2008), deze relatie negatief en significant te zijn wat erop wijst dat familiebedrijven minder geneigd zijn een banklening en dergelijke aan te gaan. Desalniettemin kan familiness in bovenstaand onderzoek maar 1% extra variantie verklaren waardoor dit effect relatief klein is (Rutherford et al., 2008). Verder blijkt dat het de culturele subschaal van de F-PEC schaal is die een significante relatie vertoont met de schuldratio. Hieruit kan geconcludeerd worden dat beslissingen inzake schuldgraad een samenhang vertonen met de familiale bedrijfscultuur en dus ook met de normen en waarden van de oprichter of actieve generatie (Koropp, Grichnik, & Kellermanns, 2013; Rutherford et al., 2008). Bovendien kwamen McConaughy, Matthews en Fialco (2001) tot een vergelijkbare conclusie. Zij stellen dat familiaal opgerichte en gecontroleerde bedrijven er een conservatievere schuldratio op nahouden dan vergelijkbare bedrijven waarbij geen familiale invloed is. Koropp et al. (2013) gaan een stapje verder door de rol van de familiale toewijding van de eigenaar-manager in rekening te brengen bij het nemen van beslissingen omtrent het aangaan van schulden en bankleningen. Merk op dat deze familiale toewijding terug te vinden is in de culturele subschaal van de F-PEC schaal (Astrachan, Klein, & Smyrniotis, 2002). Koropp et al. (2013) concluderen dat wanneer de ervaring van de eigenaar-manager met bankleningen negatief is het effect hiervan ten aanzien van het aangaan van nieuwe schulden sterker is bij een hogere familiale toewijding. De familie zal, als sociale referentiegroep van de eigenaar-manager, een belangrijke invloed uitoefenen op zijn attitude ten aanzien van schulden. Omwille van zijn familiale toewijding zal hij de controle over het familiebedrijf waarborgen (Mishra & McConaughy, 1999) door externe betrokkenheid te minimaliseren. Dit betekent uiteraard dat een hoge graad van familiness de vraag naar bankleningen sterk kan verminderen.

3.7 De keerzijde van familiness

Familiness kan de bedrijfsresultaten positief beïnvloeden zoals in vorige paragrafen reeds werd uiteengezet. Daarentegen brengt een sterke dosis familiness ook negatieve effecten met zich mee. Zo is er sprake van de negatieve zijde van altruïsme. In een familiebedrijf bestaat er een zekere vorm van altruïsme tussen ouders en kinderen van de familie of tussen familieleden in het algemeen (Schulze, Lubatkin, Dino, & Bucholtz, 2001). Altruïsme kan een voordeel vormen inzake efficiëntere communicatie, een hoge mate van loyaliteit en een collectieve identiteit binnen het familiebedrijf. Zo stellen Eddleston en Kellermanns (2007) vanuit de stewardship theorie dat altruïsme in een familiebedrijf een verlaging in conflicten tot gevolg heeft, wat zijn positief effect heeft op de bedrijfsresultaten. Maar de keerzijde hiervan is een overdreven bescherming en blinde goedkeuring van bedrijfsbeslissingen gemaakt door familieleden. Zo zullen ouders hun kinderen steeds steunen met hun liefde voor hun kinderen, dit teneinde de sterke

familiale band te behouden (Schulze et al., 2001). Dit heeft uiteraard als gevolg dat slechte beslissingen voor het familiebedrijf onterecht kunnen geaccepteerd en ondersteund worden. Deze vorm van altruïsme brengt dus problemen van zelfcontrole met zich mee zoals reeds uitvoerig besproken werd in sectie 2.4.2.

Verder kunnen familiebedrijven die hun familiness naar de buitenwereld communiceren gepercipieerd worden als niet-professioneel geleide familiebedrijven. Een van de redenen hiervoor is een direct gevolg van het hierboven besproken altruïstisch gedrag. Familieleden kunnen dan, onterecht in verhouding tot hun geleverde prestaties, over beloond worden ten opzichte van niet-familieleden (Chua, Chrisman, & Bergiel, 2009).

Hiernaast hebben rolconflicten bij een hoge mate van familiness een negatieve invloed op het familiebedrijf. Sundaramurthy en Kreiner (2008) stellen dat de complexiteit van de integratie tussen de familie en het familiebedrijf kan leiden tot rolconflicten tussen de familieleden. Zij hebben immers vaak verschillende functies zoals oprichter, manager, zoon en/of vader. Naargelang de functie dat het familielid behelst zullen de gewenste doelen verschillen. Zo zal als vader of zoon de familiale harmonie overheersen als doel, terwijl een familielid als oprichter rendabiliteit verwacht. Het is dus psychologisch gezien een uitdaging om op het juiste moment vanuit de juiste functie op de juiste manier actie te ondernemen (Sundaramurthy & Kreiner, 2008).

Ten slotte leidt een hoge graad van familiness tot relationele inertie (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012). Er zal immers een grote hoeveelheid collectieve social capital opgebouwd worden dat relationele inertie tot gevolg heeft (Gargiulo & Benassi, 1999). Met andere woorden betekent dit dat een goede band opbouwen tussen familieleden een groot aantal voordelen heeft, zoals een effectieve communicatie, gemeenschappelijke gebruiken en dergelijke meer, maar dat het grootste nadeel is dat de beschikbare informatie en skills beperkt is tot de familiekring. Hierdoor neemt de human capital in een familiebedrijf af indien men niet investeert in het aantrekken van nieuwe mensen met verse kennis en competenties

4. Socioemotional wealth preservation

4.1 Wat is socioemotional wealth?

In het onderzoek naar familiebedrijven en hun specifieke karakteristieken is recent een stroom ontstaan die het begrip socioemotional wealth preservation trachten te gebruiken om vooralsnog onverklaarbare resultaten toch te kunnen uitleggen (Gomez-Mejia, Cruz, Berrone & De Castro, 2011). Dit begrip is ontstaan uit het besef dat familiale oprichters en/of familiale bestuurders bij het nemen van bijvoorbeeld belangrijke bedrijfsbeslissingen niet dezelfde rationale logica volgen dan bestuurders in niet-familiebedrijven. Het begrip kan uitgelegd worden aan de hand van een te maximaliseren nutsfunctie. In een familiebedrijf bestaat deze nutsfunctie uit economische en niet-economische factoren, terwijl niet-familiebedrijven louter economische en financiële doelen voor ogen hebben (Gomez-Mejia et al., 2011). In deze context zouden familiebedrijven in specifieke gevallen minder winstgevende investeringen verkiezen indien daarmee de controle van het familiebedrijf in handen blijft van de familie. Familiale bestuurders krijgen dus emotionele voldoening van het controleren en het besturen van het familiebedrijf alsook van de hechte identificatie die ze hebben met het familiebedrijf dat vaak ook de naam van de familie draagt (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012).

Gomez-Mejia et al. (2011) stellen dat allerlei managementbeslissingen, strategische keuzes, governance, stakeholder relaties en business venturing in familiebedrijven aan de hand van het socioemotional wealth concept zullen kunnen verklaard worden. Hieronder wordt een voorbeeld van een managementbeslissingen uitgelegd aan de hand van het socioemotional wealth principe teneinde het concept duidelijk te illustreren.

Bij de organisatie van de opvolging van het familiebedrijf zal de huidige bedrijfsleider een zeer belangrijke keuze moeten maken inzake wie de opvolger zal zijn. Hierbij stellen Gomez-Mejia et al. (2011) dat familiebedrijven een beperkte keuze hebben aangezien zij het bedrijf in de handen van de familie willen houden. Dit komt uiteraard overeen met het socioemotional wealth concept. Externe CEO's worden dus volgens dit principe niet verkozen, zelfs indien dit een kost voor het familiebedrijf betekent omdat er betere externe kandidaten beschikbaar zijn. Bovendien zal in familiebedrijven gekozen worden voor een persoonlijke voorbereiding van de opvolging, terwijl in niet-familiebedrijven de voorkeur naar objectieve en formele seminars gaat (Gomez-Mejia et al., 2011).

Deze denkwijze betekent een belangrijke tegenstrijdigheid binnen de literatuur van familiebedrijven. Het principe van socioemotional wealth preservation druist in tegen de

reeds uitvoerig bestudeerde agency theorie² (Berrone et al., 2012). Deze theorie stelt namelijk in de context van het familiebedrijf dat de familie over een niet-gediversifieerd portfolio beschikt waardoor zij geen risicovolle acties zal ondernemen (Jensen & Meckling, 1976). Daarentegen stelt de socioemotional wealth theorie dat indien deze socioemotional wealth in gevaar dreigt te komen de familie acties zal ondernemen om deze welvaart terug veilig te stellen, zelfs indien dit negatieve financiële gevolgen heeft en zelfs indien dit eventuele externe institutionele investeerders zou kunnen schaden (Berrone et al., 2012). Desalniettemin moet er benadrukt worden dat deze denkwijze eindig is aangezien te grote financiële verliezen ook een verlies van de socioemotional wealth met zich meebrengt omwille van het faillissementsgevaar van het familiebedrijf. Berrone et al. (2012) benoemen dit fenomeen als de "dual threat". Zo stelt de vraag zich of er een bepaald punt bestaat waarbij het denkkader overgaat van economische en niet-economische doelen naar enkel economische en financiële doelen.

Verder is het van belang te begrijpen dat het behoud van deze socioemotional wealth afhankelijk is van de generatie waarin het familiebedrijf zich bevindt. Hiernaast zijn er nog verschillen naargelang de grootte, het risico en de aanwezigheid van niet-familiale aandeelhouders van het familiebedrijf (Gomez-Mejia et al., 2011). Hierover wordt verder uitgewijdt in sectie 4.3.

4.2 Dimensies van socioemotional wealth

Aangezien er in deze thesis verder zal ingegaan worden op het behoud van het familiaal karakter is het nuttig de door Berrone, Cruz en Gomez-Mejia (2012) voorgestelde dimensies van socioemotional wealth preservation toe te lichten zodat inzicht verworven kan worden in de inhoud van dit construct. De vijf dimensies worden benoemd aan de hand van het acroniem FIBER. De letters staan voor familie controle en invloed, identificatie van familieleden met het familiebedrijf, binding in sociale relaties, emotionele verbondenheid van familieleden en vernieuwing van familiebanden doorheen de dynastie (Berrone et al., 2012).

De eerste dimensie spreekt voor zichzelf en beschrijft de controle en de invloed dat familieleden hebben op het familiebedrijf. In het kader van socioemotional wealth zullen familieleden het behoud van controle en invloed belangrijker vinden dan financiële resultaten. Zij hebben deze controle immers nodig teneinde hun socioemotional wealth te kunnen behouden (Berrone et al., 2012).

² Voor een meer gedetailleerde uiteenzetting rond agency theorie wordt verwezen naar 2.4

De tweede dimensie is een reeds veel besproken karakteristiek in deze thesis. Deze dimensie staat voor de identificatie van familieleden met het familiebedrijf (Berrone et al., 2012). Vaak zijn familieleden in deze context zeer gebonden aan het familiebedrijf dat vaak hun naam draagt en op deze manier ook extern geprofileerd wordt als een familiebedrijf dat de extensie is van de familie (Berrone et al., 2012). Dit komt overeen met de bevindingen van Pearson et al. (2008) en Zellweger et al. (2010) die eerder aan bod kwamen.

De derde dimensie omvat de sociale relaties binnen en buiten het familiebedrijf. Dit is natuurlijk een rechtstreeks gevolg van de invloed van de familie op het familiebedrijf en de community waarin zij zich bevindt (Berrone et al., 2012). Deze dimensie komt overeen met de social capital (Sirmon & Hitt, 2003) in familiebedrijven zoals reeds uiteengezet werd in 3.4.1.

De voorlaatste dimensie, namelijk de vierde, neemt de emotionele kant van socioemotional wealth op (Berrone et al., 2012). Hiermee doelt men op allerlei gevoelens zoals liefde, haat, tederheid, geluk, ontgoocheling en dergelijke meer. Hoe hoger de mate van emotionele verbondenheid binnen de familie hoe hoger het belang is om de socioemotional wealth te behouden. Verder benadrukken Berrone et al. (2012) dat conflicten binnen een familiebedrijf tussen familieleden niet vaak tot een beëindiging van de relatie leidt aangezien het engagement van familieleden zeer hoog is en er steeds de hoop bestaat dat de familiale band terug hersteld zal worden.

Tenslotte bestaat de laatste dimensie uit de intentie van de heersende familie om het familiebedrijf over te geven aan een volgende generatie en op deze manier een familiedynastie te vormen (Berrone et al., 2012). Deze dimensie is uiteraard één van de belangrijkste aangezien socioemotional wealth preservation gaat over de continuïteit van het familiebedrijf en de controle ervan door de familie.

Merk op dat deze dimensies een eerste voorstel zijn en dat het meten van socioemotional wealth preservation in zijn kinderschoenen staat. Zo stellen Berrone et al. (2012) voor om in de toekomst verschillende gewichten aan de dimensies te geven om de realiteit beter weer te geven aangezien niet iedere dimensie even belangrijk is. Verder moet er ook rekening gehouden worden met mogelijke verschillen van belang van iedere dimensie naargelang de hoeveelste generatie zeggenschap heeft over het familiebedrijf. Berrone et al. (2012) geven ook een overzicht van een aantal items dat iedere dimensie zou kunnen meten. Deze items zullen echter niet verder besproken worden maar kunnen steeds geconsulteerd worden in bijlage 1.

4.3 Socioemotional wealth en schulden

Algemeen wordt aangenomen dat familiebedrijven minder geneigd zijn schulden aan te gaan aangezien families over een niet-gediversifieerd portfolio beschikken en de controle over het familiebedrijf trachten te waarborgen (Mishra & McConaughy, 1999; McConaughy et al., 2001; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2000; Poutziouris, 2001). Volgens Gomez-Mejia et al. (2011) is deze relatie complexer en kan vanuit de socioemotional wealth theorie meer inzicht verworven worden. Bij het aangaan van schulden dient er steeds rekening gehouden te worden met de invloed hiervan op de familiale harmonie. Het aangaan van extra schulden kan immers leiden tot familiale conflicten (Gomez-Mejia et al., 2011). Wanneer kredieten worden aangegaan zullen de kapitaalverschaffers waarborgen vragen of beperkingen opleggen aan het familiebedrijf via allerlei clausules in de kredietovereenkomst. Winstbestemmingen en dividenduitkeringen kunnen hierdoor onderworpen worden aan strengere voorwaarden (Bagnoli, Liu, & Watts, 2011) zodat mogelijk tegengestelde belangen inzake dividenduitkeringen binnen de familie al snel kunnen escaleren in conflicten. Een bepaald familielid kan bijvoorbeeld geïnteresseerd zijn in de groei van het familiebedrijf, terwijl een ander familielid het familiebedrijf ziet als een bron van inkomsten. De kredietovereenkomst zorgt er immers voor dat weinig tot geen middelen van het bedrijf kunnen onttrokken worden. Bij de financiering van groei met eigen middelen komt dit probleem uiteraard niet voor. Hierdoor kunnen de familiale relaties onder druk komen te staan en leidt het aangaan van schulden tot een vermindering in socioemotional wealth (Berrone et al., 2012). Merk op dat deze conflicten een direct gevolg hebben op de vierde dimensie van socioemotional wealth, die hierboven in sectie 4.2 besproken werd.

Hiernaast is de relatie tussen schulden en socioemotional wealth ook van groot belang in de eerste en tweede besproken dimensies van socioemotional wealth, namelijk respectievelijk de invloed en controle van familieleden op het familiebedrijf en de identificatie van familieleden met het familiebedrijf (Berrone et al., 2012). Wanneer familiale bedrijfsleiders de keuze maken om schulden aan te gaan betekent dit dat bij falen van de terugbetaling van het krediet (faillissementsrisico) een groot deel van de controle over zal gaan naar een externe curator. Deze curator krijgt dan de taak op zich om de schuldeisers maximaal te vergoeden door een gedwongen verkoop van de activa van het familiebedrijf. Hierdoor zal de familie haar socioemotional wealth inzake controle en invloed over het familiebedrijf compleet verliezen. De verliezen hierbij zijn groot aangezien bij een familiebedrijf een faillissement ook imago schade en reputatieverlies

teweegbrengt (Sirmon & Hitt, 2003). Het familiebedrijf draagt immers vaak de naam van de familie en wordt extern gezien als een extensie van de familie in zowel haar normen als in haar waarden (Craig, Dibbrel, & Davis, 2008; Zellweger, Eddleston, & Kellermanns, 2010). Daarom zullen familiebedrijven waarbij het waarborgen van hun socioemotional wealth belangrijk is minder geneigd zijn schulden aan te gaan. De hieruit voortvloeiende hypothese luidt als volgt:

Hypothese 1: Familiebedrijven waarin het behoud van hun socioemotional wealth belangrijk is zullen een lagere schuldgraad hanteren.

Aangezien het effect van het behoud van socioemotional wealth verschillend is naargelang generatie, grootte, risico en het aanwezig zijn van niet-familiaal aandeelhouders (Gomez-Mejia et al., 2011), zal het effect hiervan op de schuldgraad ook verschillen. Er wordt verwacht dat deze variabelen de relatie tussen socioemotional wealth en de schuldgraad modereren.

Zo zal het effect van het behoud van de socioemotional wealth veel sterker aanwezig zijn in familiebedrijven die zich in de eerste generaties bevinden ten opzichte van familiebedrijven in latere generaties. Gomez-Mejia, Takacs-Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson en Moyano-Fuentes (2007) bevestigen dit fenomeen in hun onderzoek naar familiale olijfoliefabrieken. Hieruit blijkt dat deze fabrieken in latere generaties meer geneigd zijn joint-ventures aan te gaan dan in de eerste generaties. Hiermee verliezen de olijfoliefabrieken uiteraard een deel van hun socioemotional wealth. De reden dat dit fenomeen zich voordoet is dat eerste generaties zich het sterkst identificeren met het familiebedrijf, de sterkste familiale sociale relaties hebben (Eckrich & McClure, 2012), de grootste emotionele aanhankelijkheid ervaren en het meeste invloed hebben op het familiebedrijf ten opzichte van latere generaties. Deze latere generaties hebben immers vaak een zeer versnipperd aandeelhouderschap en dus ook zeggenschap waardoor het belang van het behoud van de socioemotional wealth afneemt naargelang het aantal generaties (Gomez-Mejia et al., 2011). Aangezien het behoud van socioemotional wealth sterker is in de eerste generaties zal de invloed hiervan op het aangaan van schulden het grootste zijn in de eerste generaties. Hieruit kunnen we volgende hypothese afleiden:

Hypothese 2: Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is groter in de eerste generaties dan in latere generaties.

Hiernaast zullen grotere familiebedrijven minder sterk beïnvloedt worden door het effect van het behoud van socioemotional wealth dan kleine familiebedrijven (Gomez-Mejia et al., 2011). De redenering is analoog aan vorige paragraaf. Grotere bedrijven kennen immers een belangrijke groei die oprichters vaak verplicht het zeggenschap te delen met

andere partijen. Hierdoor zullen de actieve familieleden een minder sterke vorm van psychologisch eigenaarschap ervaren met als gevolg dat het behouden van de socioemotional wealth ook aan belang afneemt (Gomez-Mejia et al., 2011). Dit effect wordt bevestigd door Gomez-Mejia et al. (2007) in een onderzoek naar Spaanse olijfoliefabrieken. Hierin komen ze tot de conclusie dat deze familiebedrijven meer geneigd zijn joint-ventures aan te gaan wanneer ze groot zijn. Hieruit vloeit de volgende hypothese voort:

Hypothese 3: Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is kleiner in grotere familiebedrijven dan in kleinere familiebedrijven.

Vervolgens blijkt het risico ook een effect te hebben op de sterkte van de wens van de familie om hun socioemotional wealth te behouden (Gomez-Mejia et al., 2011). Zo zullen familiebedrijven waarvan het risico in de markt sterk toeneemt omwille van bijvoorbeeld moeilijkere economische tijden eerder geneigd zijn verliezen in socioemotional wealth te aanvaarden dan wanneer deze familiebedrijven zich in een minder risicovolle situatie bevinden (Gomez-Mejia et al., 2011). Teneinde de financiële en markt positie van het familiebedrijf te herstellen zullen familiebedrijven bereid zijn door bankleningen gefinancierde investeringen aan te gaan. Indien het bedrijf failliet zou gaan als gevolg van gemiste investeringsopportunities zou de volledige socioemotional wealth immers verloren gaan. Daarom kan volgende hypothese opgesteld worden:

Hypothese 4: Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is kleiner in familiebedrijven die zich in een economisch risicovollere situatie bevinden.

Tenslotte zal de aanwezigheid van een niet-familiale aandeelhouder een belangrijk effect hebben op het doel van families om hun socioemotional wealth veilig te stellen (Gomez-Mejia et al., 2011). Gomez-Mejia et al. (2011) toont dit effect aan door het resultaat van Gomez-Mejia, Hoskisson, Makri, Sirmon en Campbell (2011, in Gomez-Mejia et al., 2011) aan te halen dat stelt dat de relatie tussen familiaal aandeelhouderschap en R&D investeringen gemodereerd wordt door de aanwezigheid van institutionele investeerders waarbij de relatie afzwakt naargelang er meer institutionele investeerders betrokken zijn. Hierin wordt aangetoond dat familiale aandeelhouders veel belang hechten aan de lange termijn en continuïteit van het familiebedrijf door in te toekomst te investeren (en hiermee hun socioemotional wealth behouden), terwijl niet-familiale aandeelhouders deze visie niet zozeer ondersteunen. Dit betekent dat niet-familiale aandeelhouders een verschillend denkkader hebben, ten opzichte van familiale aandeelhouders, waarin een rationele denkwijzen inzake risico en rendement gehanteerd wordt. Zaken in verband

met socioemotional wealth spelen hierbij geen rol waardoor de financieringskeuze verschillend kan zijn van die van de familie. Er is dus minder neiging om het aangaan van schulden te vermijden in familiebedrijven waarin niet-familiale aandeelhouders aanwezig zijn. Hieruit wordt volgende hypothese afgeleid:

Hypothese 5: Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is kleiner in familiebedrijven waarbij er niet-familiale aandeelhouders aanwezig zijn.

5. Governance in het familiebedrijf

Vooreerst staat corporate governance voor een deugdelijk bestuur dat rekening houdt met de belangen en de welvaart van zowel stakeholders als shareholders (Tirole, 2001). Corporate governance handelt over de manier waarop bestuurd wordt en de controle hierop. In de literatuur worden uiteenlopende definities gebruikt waardoor onenigheid bestaat over de juiste definitie van dit begrip. Aangezien deze discussie niet binnen het bestek van deze thesis ligt zal hier niet over uitgeweid worden en bovenstaande interpretatie gebruikt worden.

5.1 De raad van bestuur in familiebedrijven

Teneinde dit deugdelijk bestuur mogelijk te maken worden een aantal governance mechanisme toegepast. Een bij wet bepaald mechanisme is de raad van bestuur. Dit is volgens Voordeckers, Van Gils en Van den Heuvel (2007) één van de belangrijkste governance mechanismen om de belangen van het management en de aandeelhouders op één lijn te brengen. Deze raad van bestuur heeft in de context van private ondernemingen als hoofddoel het controleren en het adviseren van het management zoals ook blijkt uit de Code Buysse II. Dit is een in België gebruikte code die adviserend werkt voor niet-beursgenoteerde bedrijven. Natuurlijk is deze controlefunctie het gevolg van het agency conflict dat bestaat tussen het management en de aandeelhouders, alhoewel dit agency conflict meestal eerder klein is in private familiale ondernemingen zoals reeds blijkt uit sectie 2.4.2. De principaal en de agent zijn immers vaak dezelfde persoon (Fama & Jensen, 1983).

Verder heeft de raad van bestuur, vanuit de stakeholder theorie, nog een onderhoudende rol met de familie. Zo kan de raad van bestuur bemiddelend optreden in familiale conflicten (Voordeckers et al., 2007). In familiebedrijven kunnen immers de doelen en de belangen van de familie verschillend zijn van die van het bedrijf zelf, wat kan leiden tot conflicten (Eddleston & Kellermanns, 2007). Het is dan belangrijk dat deze conflicten worden opgelost vooraleer deze escaleren en de continuïteit van het bedrijf in gevaar brengen. Een onafhankelijk lid van de raad van bestuur kan dan bemiddelend optreden en deze conflicten op een objectieve manier trachten op te lossen, dit met aandacht voor zowel de belangen van de familie als de noden van het familiebedrijf (Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2011). Toch blijken familiale aandeelhouders weerstand te bieden tegen deze vorm van onafhankelijke bestuurdersstructuur teneinde hun grote beslissingsmacht veilig te stellen (Voordeckers et al., 2007).

5.2 Governance van de familie

Naast de raad van bestuur bestaan er zeer specifieke en unieke governance mechanismen voor familiebedrijven zoals het familieforum en het familiaal charter. Deze familiale instituties vertegenwoordigen en integreren de noden en de belangen van de familiale eigenaars en linken de familie met het familiebedrijf (Mustakallio, Autio, & Zahra, 2002).

5.2.1 Familiaal charter/ Familieforum

Een familieforum is een orgaan waarbinnen familieleden onderling alsook met de leden van de raad van bestuur kunnen communiceren en gedachten uitwisselen. Daar worden allerlei meningen en attitudes geuit door de verschillende familieleden zodat er op een constructieve manier gediscussieerd kan worden over de belangen van de familie in het familiebedrijf (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012; Mustakallio et al., 2002). Op deze manier kunnen divergerende belangen op één lijn gebracht worden en kan de affiniteit van de verschillende familiale aandeelhouders met het familiebedrijf vergroot worden. Dit laatste is enkel van belang bij familiebedrijven die zich in een latere generatie bevinden en waarbij het aandeelhouderschap sterk versnipperd is binnen de familie. Volgens Siebels en zu Knyphausen-Aufseß (2012) onderscheiden onderzoekers drie belangrijke taken voor het familieforum. Deze bestaan uit het beïnvloeden van het bedrijf naargelang de wensen en belangen van de familie, gebondenheid binnen de familie verzekeren en het bestendigen van het familiaal eigenaarschap doorheen de generaties.

Volgens Eckrich & McClure (2012) dient de familie een familiecharter op te stellen dat de werking van het familieforum beschrijft. Hierin worden de rechten, plichten en verantwoordelijkheden van het familieforum in vastgelegd. Zeker wanneer de familie zeer groot is geworden en het beperktere familieforum de ganse familie vertegenwoordigt is het aangewezen een duidelijk en door de familie aanvaard familiecharter op te stellen (Eckrich & McClure, 2012). In dit familiecharter worden de normen en waarden van de familie opgenomen alsook de missie van de familie. Meer concreet worden er regels en procedures neergeschreven inzake de aankoop en verkoop van aandelen, opvolging, conflictregelingen, dividenduitkeringen en opleiding en training van actieve familieleden (Berent-Braun & Uhlener, 2012; Eckrich & McClure, 2012; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

5.2.2 Governance van de familie en de relatie met kapitaalverschaffers

In deze paragraaf wordt teruggegrepen naar sectie 2.4 waarin het agency conflict wordt besproken tussen de familiale aandeelhouder en de financiële instellingen. Hierin heeft de familiale aandeelhouder een incentive om na het afsluiten van het contract met de financiële instelling een risicovoller project te ondernemen dan afgesproken aangezien bij falen vooral de financiële instelling benadeeld wordt en bij succes de ondernemer de overgrote meerderheid van de voordelen opstrijkt. Verder werd ook genuanceerd voor problemen van zelfcontrole door ouderlijk altruïsme in familiebedrijven. Hiernaast worden familiebedrijven ook gedreven door niet-economische doelen, zoals het behoud van het familiaal karakter van het bedrijf en het behoud van familie tradities en harmonie, die tegengesteld kunnen zijn aan de belangen van institutionele investeerders (Berrone et al., 2012; Bammens et al., 2011). Deze niet-economische doelen van de heersende familie kunnen als een extra agency kost geïnterpreteerd worden voor de financiële instellingen.

Een voorbeeld van deze niet-economische doelen is het voorrang verlenen aan familieleden tegenover niet-familieleden bij het invullen van bepaalde functies, ook bekend als nepotisme (Kets De Vries, 1993). Deze aanwervingsbeslissingen kunnen een nefaste invloed hebben voor externe stakeholders zoals financiële instellingen doordat niet gekwalificeerde personen belangrijke posities in het familiebedrijf krijgen. Zo concluderen Anderson et al. (2003) dat kapitaalverschaffers de volgende generatie als negatief beschouwen omdat de familiale opvolging minder competent kan zijn. Levinson (1971) stelde al snel voor om familiebedrijven te professionaliseren zodanig dat de functies door competente personen worden uitgeoefend. Verder haalde hij reeds het probleem aan van mogelijke conflicten in het familiebedrijf, zoals het vader-zoon conflict, broer-broer conflict en andere conflicten binnen de familie. Binnen het familiebedrijf is het immers moeilijk voor de verschillende familieleden om geen rolconflicten te ondervinden (Eddleston & Kellermanns, 2007). Een pater familias is zo vaak bedrijfsleider in het familiebedrijf, maar ook nog steeds vader binnen de familiekring. Tenslotte kan ook de blijvende invloed van de oprichter op de volgende actieve generatie conflicten tot gevolg hebben (Davis & Harveston, 1999).

Volgens Voordeckers en Van Gils (2003) halen slechts 25% tot 30% van de familiebedrijven de tweede generatie en een minderheid van 13% tot 14% geraakt voorbij de derde generatie. Aangezien Beckhard en Dyer (1983) stellen dat familiale conflicten één van de belangrijkste oorzaken is van het falen van familiebedrijven, dient deze problematiek opgelost te worden. Voor de kapitaalverschaffers betekenen deze

continuïteitsproblemen immers een groot risico in verband met de terugbetalingscapaciteit van familiebedrijven.

Naast continuïteitsproblemen kunnen naarmate er meer familieleden betrokken worden bij het familiebedrijf door meerdere actieve generaties problemen ontstaan inzake het herinvesteren en inhouden van winsten om de nodige groei de financieren (Molly, Laveren, & Deloof, 2010). Ieder familielid zal immers een minder sterke emotionele band hebben met het familiebedrijf (Gomez-Mejia et al., 2011) en een kleiner deel van de aandelen bezitten zodat de dividend pay-out ratio's stijgen. Deze praktijken zijn inderdaad niet in het belang van externe kapitaalverschaffers indien hierdoor de noodzakelijke middelen ontoereikend zijn om financiële schulden terug te betalen (Molly et al., 2010).

Het familieforum en het daarbij horende familiaal charter kan een oplossing bieden voor de hierboven besproken problemen in verband met de kapitaalverschaffers. Vanuit de aanbodzijde van kredieten en het probleem van kredietrantsoenering (dat reeds besproken werd in sectie 3.6.3) kan een familiaal charter een grote meerwaarde betekenen. Deze familiale governance mechanismen bieden immers, zoals reeds besproken werd in sectie 5.2.1, een antwoord en regeling op het vlak van de opvolgingsproblematiek, winstbestemming, benoeming van familieleden en familiale conflicten (Eckrich & McClure, 2012). Zo zal het familieforum als communicatie- en informatiemiddel fungeren en op deze manier niet-actieve familieleden integreren en de belangen van de verschillende familiale aandeelhouders verenigen (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Het familiaal charter is in deze context een bron van informatie voor de kapitaalverschaffers zodat de informatieasymmetrie tussen het familiebedrijf en de kredietverlener kleiner wordt. De bank zal in dit charter kunnen terugvinden hoe dit familiebedrijf zich gedraagt inzake dividenduitkeringen, benoeming van kaderfuncties door familieleden, conflictregelingen, en opvolgingsprocedures. Deze informatiebron betekent een grote meerwaarde, inzake de continuïteitszekerheid van het familiebedrijf, voor de kapitaalverschaffers zodat verwacht wordt dat familiebedrijven met een familiaal charter makkelijker financiële middelen kunnen aantrekken. Verder toont Mustakallio et al. (2002) aan dat een familieforum de sociale interactie tussen de familieleden verhoogt en hierdoor een gedeelde visie ontstaat met een direct positief gevolg op de beleidsbeslissingen van het familiebedrijf. In deze context vormt het familieforum een bron van social capital (Sirmon & Hitt, 2003) zoals besproken werd in sectie 3.4.1. Deze social capital kan een competitief voordeel vormen zodat familiebedrijven beter presteren wat een direct gevolg heeft op de beschikbare cash flow en hiermee ook de terugbetalingscapaciteit van de onderneming. Tenslotte kunnen voor het familiebedrijf bedreigende familiale conflicten proactief opgelost worden in het

familieforum waardoor falings van het familiebedrijf louter op basis van familiale aangelegenheden voorkomen kan worden. Er wordt verwacht dat ook dit aspect resulteert in een betere terugbetalingscapaciteit van het familiebedrijf tegenover externe kapitaalverschaffers. De continuïteit van het familiebedrijf is immers zeer belangrijk voor financiële instellingen aangezien bij falings uitstaande kredieten niet volledig kunnen worden terugbetaald. Toch is er in de literatuur nog geen empirisch onderzoek terug te vinden dat handelt over de relatie tussen het gebruik van familiale governance mechanismen en de schuldgraad of kapitaalstructuur van familiebedrijven. Uit voorgaande uiteenzetting vloeit de volgende hypothese voort:

Hypothese 6: Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in een familiebedrijf is positief gerelateerd aan de toekenning van schulden door financiële instellingen.

5.2.3 De invloed van de heersende generatie

De agency kosten in het agency conflict tussen de familiale aandeelhouders en financiële instellingen zijn verschillend naargelang de heersende generatie (Lubatkin et al., 2005). Er wordt een onderscheid gemaakt tussen drie verschillende stadia in de levenscyclus van een familiebedrijf bestaande uit het "controlling owner", het "sibling partnerships" en het "cousin consortium" stadium (Lubatkin et al., 2005).

Wanneer de oprichter de controlerende eigenaar is, dus in het "controlling owner" stadium, is hij volledig verantwoordelijk voor zijn beslissingen en zal hij dus handelen in het belang van het familiebedrijf (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976; Laveren et al., 2009). Er zijn echter zoals reeds in sectie 4.4 besproken werd problemen van ouderlijk altruïsme (Lubatkin et al., 2005). Hierdoor zal de oprichter problemen van zelfcontrole ondervinden die schadelijk kunnen zijn voor het familiebedrijf en externe investeerders zoals financiële instellingen (Schulze et al., 2005). Het oprichten van een formeel familieforum in dit stadium zal echter weinig voordelen opleveren aangezien er maar één controlerende eigenaar is. Eckrich & McClure (2012) spreken in deze fase dan ook eerder van besprekingen aan de keukentafel in plaats van een familieforum. Wanneer men aan het einde van dit stadium komt en de tweede generatie aandelen vergaart wordt het belang van een familieforum groter. Volgens Eckrich & McClure (2012) gaat het familiebedrijf dan over naar het "early sibling" stadium.

Hypothese 6a: Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven in het controlling owner stadium heeft geen invloed op de toekenning van schulden door financiële instellingen.

Wanneer de tweede generatie het roer heeft overgenomen en de eerste generatie nog beperkt actief is in het familie bedrijf is er sprake van het "sibling partnership" stadium (Lubatkin et al., 2005). Op dat moment divergeren de belangen van de verschillende familiale aandeelhouders en wordt de aversie ten opzichte van verliezen groter. Altruïsme speelt hierin een belangrijke rol. Zo zullen de broers en zussen hun eigen welvaart trachten te vergroten ten koste van de welvaart van de ganse familie (Schulze et al., 2003; Lubatkin et al., 2005). Hieruit kunnen zeer belangrijke en bedreigende familiale conflicten vloeien zoals in vorige sectie uiteengezet werd. Ook de relatie tussen de nog actieve oprichter en zijn kinderen kunnen voor conflicten zorgen (Davis & Harveston, 1999; Eckrich & McClure, 2012). Het is voor de oprichter immers niet altijd even makkelijk om de leiding uit handen te geven, terwijl de kinderen zo snel mogelijk de leiding willen over het familiebedrijf (Eckrich & McClure, 2012). Het potentieel voor deze conflicten is in deze fase het sterkst aanwezig waardoor de nood voor een familieforum en een familiaal charter hier het grootst is.

Hypothese 6b: Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven in het sibling partnership stadium heeft een groter positief effect op de toekenning van schulden door financiële instellingen.

Vanaf het moment dat de derde generatie het bedrijf leidt en de tweede generatie niet significant meer bijdraagt in het beleid van het familiebedrijf is er sprake van het "cousin consortium" stadium (Lubatkin et al., 2005). In deze fase kunnen verschillende generaties actief zijn en wordt het verschil tussen verschillende generatielijnen kleiner (Eckrich & McClure, 2012). Het aandeelhouderschap is dan veel meer verspreid (Schulze et al., 2003) en de familie is minder gebonden aan het bedrijf dan de eerdere generaties (Gomez-Mejia et al., 2011; Eckrich & McClure, 2012; Lubatkin et al., 2005). Hierdoor zullen de agency problemen als gevolg van altruïsme dalen (Lubatkin et al., 2005). De risicovoorkeuren zijn dan meer op één lijn met die van institutionele investeerders (Schulze et al., 2003). Een familieforum is in deze context minder belangrijk als in het "sibling partnership" stadium, toch biedt het de mogelijkheid om de wil van de dan zeer groot geworden familie te communiceren aan het familiebedrijf (Eckrich & McClure, 2012).

Hypothese 6c: Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven in het cousin consortium stadium heeft een kleiner positief effect op de toekenning van schulden door financiële instellingen dan familiebedrijven in het sibling partnership stadium.

5.3 Governance van de familie en het disciplinerend effect van schulden

Zoals reeds uitgelegd werd in sectie 2.4, stellen Jensen en Meckling (1976) de agency theorie voor waarbij er sprake is van een contract tussen een principaal en haar agent waartussen belangenconflicten kunnen ontstaan. Deze conflicten leiden tot de zogenaamde agency kosten die bestaan uit enerzijds opportuiniteitskosten en anderzijds reële kosten. Opportuiniteitskosten ontstaan door het nemen van suboptimale beslissingen en reële kosten zijn het gevolg van kosten inzake toezicht en controle (Laveren et al., 2009).

Teneinde het disciplinerend effect van schulden uit te leggen zal het agency conflict tussen aandeelhouders en managers verder uitgewerkt worden. In deze context tonen Jensen en Meckling (1976) aan dat de uitgifte van aandelen aan niet-managers zal leiden tot agency kosten bij de manager-aandeelhouders die niet 100% van het aandelenkapitaal in handen hebben. Deze managers dragen de kost van alle inspanningen die zij leveren maar beschikken maar over een deel van de hieruit voortvloeiende verdiensten. Daarom zullen deze managers een incentive hebben om meer te consumeren en hun inspanningen te verminderen. Een manager die 100% van de aandelen in zijn bezit heeft zal daarentegen alle gevolgen dragen van zijn acties waardoor zijn eigen belang overeenstemt met dat van het bedrijf (Jensen & Meckling, 1976). Uiteraard kunnen de gevolgen van dergelijke minderheidsaandeelhouder-managers beperkt worden door monitoring en controle. Monitoring door de overige aandeelhouders brengt kosten met zich mee wat de waarde van de aandelen vermindert. Het zijn deze kosten die onder de noemer agency kosten vallen. Bovendien kan er naast monitoring kosten ook sprake zijn van bonding kosten.

Een van de mogelijkheden om de informatieassymmetrie tussen managers en aandeelhouders te verminderen is het aangaan van schulden (Jensen, 1986). In deze sectie zullen schulden dus bekeken worden vanuit de vraagzijde van kapitaal. Schulden hebben immers een disciplinerend effect doordat de vrije cash flow van een bedrijf nauw in het oog moet worden gehouden zodat afbetalingen aan de verschaffers van kapitaal kunnen plaatsvinden. Hierdoor zullen overschotten aan cash efficiënt gebruikt worden en dus niet verkwist worden (Jensen, 1986). De druk van financiële instellingen om kredieten terug te betalen kan zeer groot zijn waardoor schulden disciplinerend werken voor de minderheidsaandeelhouders-managers. Hiernaast kan ook gebruik gemaakt worden van dividenden als disciplinerend middel (Jensen, 1986). De focus van deze thesis ligt echter op schulden waardoor niet uitgewijdt zal worden over het gebruik van dividenden.

In familiebedrijven zijn het families die de aandelen in handen hebben. Dit betekent echter niet dat alle aandelen in handen zijn van de familie en minder nog dat alle familiale aandeelhouders actief zijn in het familiebedrijf. Hierdoor kan bovenstaand agency conflict in werking treden tussen de actieve en de niet-actieve familiale aandeelhouders. Zo zouden actieve familiale aandeelhouders middelen kunnen onttrekken uit het familiebedrijf zonder dat de niet-actieve familieleden hiervan weet hebben.

Bovendien kan dit agency conflict ook tussen actieve familiale aandeelhouders en externe niet-actieve aandeelhouders voorkomen. Familiale managers, die de belangen van de familie en niet die van het bedrijf vooropstellen, zullen zichzelf en de familie trachten te verrijken door acties te ondernemen die de externe aandeelhouders zou kunnen schaden. Managers hebben in hun posities immers veel macht (Jensen et al., 1992) waardoor ze bijvoorbeeld andere familieleden zouden kunnen voorop stellen bij het invullen van een vacature, een praktijk die bekend staat onder de term nepotisme (Kets de Vries, 1993).

Verder leiden problemen van zelfcontrole, zoals reeds aangehaald werd in sectie 2.4.2, tot suboptimale beslissingen en potentiële negatieve gevolgen (Schulze et al., 2003) voor externe kapitaalverschaffers. Ook tussen de mogelijk verschillende actieve en niet-actieve familieleden kunnen zelfcontrole problemen als gevolg van ouderlijk altruïsme ontstaan (Schulze et al., 2003). Zo kan een familiebedrijf dat zich bijvoorbeeld in de tweede generatie bevindt geleid worden door één van de twee broers. Toch zijn beide broers aandeelhouders. Indien de bestuurder-broer zijn kinderen voortrekt om in het familiebedrijf te werken en dit aan een niet-realistische verloning doet kan dit de andere broer (=aandeelhouder) schaden. Er is immers geen bewijs dat dit kind over de nodige kennis en kunde beschikt om de opgelegde taken tot een goed einde te brengen. Bovendien heeft een potentieel beter gekwalificeerd extern persoon de kans niet gekregen om zich kandidaat te stellen. Dit voorbeeld sluit aan bij de theorie die zegt dat de belangen van familieleden van familiebedrijven in de tweede generatie sterk uiteenlopen en dat de kinderen zichzelf en hun eigen familietak trachten te verrijken ten kosten van de volledige familie (zoals ook uiteengezet werd in sectie 5.2.3) (Schulze et al., 2003; Lubatkin et al., 2005). Dit is één van de vele mogelijke voorbeelden van de negatieve gevolgen van dit agency conflict. Uit voorgaande uiteenzetting wordt de volgende hypothesen voorgesteld:

Hypothese 7: Het hebben van inactieve aandeelhouder(s) in een familiebedrijf is positief gerelateerd aan de schuldgraad van dit familiebedrijf.

Naast schulden kan het agency conflict tussen niet-actieve en actieve aandeelhouders in familiebedrijven ook verminderd worden door het gebruik van familiale governance

mechanismen. Het gebruik van een familiaal charter zal immers potentiële conflicten op voorhand regelen zodanig dat deze niet kunnen escaleren (Eckrich & McClure, 2012). Verder kunnen zaken zoals opleidingsplannen en formele skills testen voorzien worden voor toetredende familieleden. Op die manier kan verzekerd worden dat jobs uitgeoefend worden door gekwalificeerde personen, los van het feit of deze persoon familie is of niet (Eckrich & McClure, 2012). Indien er grote cash overschotten zijn zullen uitkeringen, kapitaalsvergoedingen en bestuurdersvergoedingen bepaald worden zoals afgesproken werd in het familiaal charter. Hierdoor zullen zelfverrijkingincentives weggenomen worden en verdwijnt de nood aan disciplinerende schulden. Bovendien kunnen er vereisten inzake dividenduitkeringen bepaald zijn in het charter (Eckrich & McClure, 2012) waardoor vrije cash flow niet verkwist zal worden door de managers.

Tenslotte zal ook het familieforum een belangrijk onderdeel vormen van de governance van de familie. Hierin kan gecommuniceerd worden over de belangen van de familie en kunnen deze belangen op één lijn gebracht worden (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Hierdoor zullen zowel de niet-actieve als de actieve familieleden dezelfde doelen nastreven en een hogere mate van social capital uitbouwen (Sirmon & Hitt, 2003) wat zelfverrijking van een bepaalde familietak onwaarschijnlijk maakt. Er heerst dan immers een hoge mate van socio-emotionele druk ten gevolge van de sterke verbondenheid van de familie, die gecreëerd wordt tijdens de bijeenkomsten in het kader van het familieforum.

Daarom wordt verwacht dat het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter een mogelijk substituut is voor disciplinerende schulden. Familiale governance mechanismen kunnen op deze manier ook voor een vermindering van het agency conflict tussen actieve en niet-actieve aandeelhouders in een familiebedrijf zorgen. Hieruit volgt de laatste hypothese:

Hypothese 8: Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven met inactieve aandeelhouder(s) heeft een negatief effect op de schuldgraad van het familiebedrijf.

DEEL III Empirisch onderzoek

6. Onderzoeksopzet

Hieronder zal uitgelegd worden hoe het empirisch onderzoek opgezet werd. Vooreerst zal er een woordje uitleg gegeven worden over de gebruikte database en steekproef van familiebedrijven. Vervolgens zal er verder ingegaan worden op de gebruikte variabelen en proxies in dit onderzoek. Tenslotte wordt gekeken naar mogelijke uitschieters alsook naar de verdeling van de variabelen.

6.1 Database

In dit onderzoek werd gebruik gemaakt van een databank opgemaakt door Voordeckers en Van Gils in 2003 in opdracht van het Instituut voor het familiebedrijf (IFB) voor het onderzoek naar governance in Vlaamse familiebedrijven. Het aantal bruikbare respondenten bedroeg 295 familiebedrijven. Gehanteerde criteria om familiebedrijven te definiëren in dit onderzoek zijn ten eerste minstens 50% van de aandelen en het management in handen van de familie, ten tweede de aandelen in handen van de familie maar het management niet met hierbij het antwoord van de respondent dat deze zich als een familiebedrijf beschouwd en ten derde het management in handen van de familie maar het eigenaarschap niet. Bij dit laatste criterium dient het antwoord van de respondent ja te zijn op de vraag of hij zich als een familiebedrijf beschouwd en bovendien dient de meerderheid van de aandelen in handen te zijn van een investeringsmaatschappij. Het is nuttig te weten dat de meerderheid van de respondenten, namelijk 238 familiebedrijven voldoen aan het eerste criterium.

Deze databank bevat zeer veel informatie over de familiebedrijven en over hun familiaal karakter waardoor deze zeer goed aansluit bij een onderzoek naar zachte en abstracte kenmerken zoals het behoud van het familiaal karakter in een familiebedrijf. Verder kan deze databank gekoppeld worden aan de Bel-first database waardoor een link met de financiële cijfers van deze familiebedrijven mogelijk is.

6.2 Definiëring van variabelen

In dit deel zullen de onafhankelijke, afhankelijke en controlevariabelen gedefinieerd worden alsook de gebruikte proxies om deze variabelen te meten.

6.2.1 Onafhankelijke variabelen

Teneinde de eerste hypothese te kunnen testen zullen we de variabelen **socioemotional wealth (SEW)** moeten definiëren. Dit begrip werd reeds uitvoerig beschreven in hoofdstuk 4, en kan gemeten worden aan de hand van een schaal zoals reeds voorgesteld werd in sectie 4.2. Volgens Goel, Voordeckers, Van Gils en Van den Heuvel (2012) kan socioemotional wealth gemeten worden aan de hand van een schaal bestaande uit de volgende vier items: de onafhankelijkheid in eigendom (stra2_2), continuïteit in het familiaal karakter (stra2_6), tewerkstelling creëren en behouden voor de familie (stra2_7) en onafhankelijkheid in management (stra2_8). Daarom zal de onafhankelijke variabele socioemotional wealth in dit onderzoek op dezelfde wijze gemeten worden. Met een cronbach's α van 0,706 ($>0,7$) getuigt deze schaal van een hoge mate van interne consistentie, zoals blijkt uit onderstaande test.

Reliability Statistics	
Cronbach's Alpha	N of Items
0,706	4

Item-Total Statistics				
	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
stra2_2	10,6715	8,04	0,434	0,677
stra2_6	11,2166	6,678	0,549	0,605
stra2_7	11,5596	6,291	0,548	0,607
stra2_8	10,8051	7,686	0,445	0,67

Tabel 1: Cronbach's alpha statistiek

Verder zullen voor hypothese 2 de binaire variabelen **gen1, gen2 en gen3** gedefinieerd moeten worden. De variabelen gen1 is gelijk aan 1 voor de eerste generatie en nul voor de andere generaties. Gen2 is gelijk aan 1 voor familiebedrijven van de tweede generatie. Tenslotte is gen3 gelijk aan 1 voor familiebedrijven van de derde en volgende generaties.

Hiernaast zal voor hypothese 3 de grootte van een familiebedrijf moeten bepaald worden. Voor de grootte van een familiebedrijf kunnen verschillende proxies gebruikt worden. Deze proxies bestaan uit het balanstotaal, het aantal werknemers of de jaarmzet. In sectie 6.2.3 wordt de keuze van de proxies verder toegelicht. In het kader van deze hypothese zal echter gekozen worden voor een binaire variabele met de

benaming **groot**, die gelijk is aan 1 indien het balanstotaal groter is dan het gemiddelde balanstotaal en gelijk is aan nul indien kleiner dan het gemiddelde.

Hypothese 4 vraagt om een proxy voor het beschrijven van een economisch risicovolle situatie. Hiervoor zal de variabele winst gebruikt worden. Er wordt een dummy variabele **risico_situatie** gecreëerd die de waarde 1 aanneemt wanneer de winst kleiner of gelijk is aan 0, en een waarde 0 wanneer de winst groter is dan 0.

Vervolgens zal voor hypothese 5 een variabele gedefinieerd worden die aangeeft of er niet-familiale aandeelhouders aanwezig zijn. Deze variabele **ext_aandeelh** zal als een dummy variabele opgebouwd worden die de waarde 1 aanneemt indien de som van de aandelenpercentages van familiale managers en familiale niet-managers kleiner is dan 100%, en de waarden 0 aanneemt indien deze som gelijk is aan 100%.

Voor hypothese 7 dienen we een variabelen te creëren die aangeeft of er niet actieve aandeelhouders aanwezig zijn in het familiebedrijf. Daarom definiëren we de binaire variabelen **niet_actief** als zijnde gelijk aan 1 indien het percentage actieve familiale aandeelhouders kleiner is dan 100% en gelijk aan nul indien gelijk aan 100%.

Tenslotte zal voor hypothesen 8 een variabele **fam_gov** gecreëerd worden die aangeeft of een familiebedrijf beschikt over een familieforum en/of een familiaal charter. Het uitgangspunt hierbij is dat één van de twee genoeg is om te spreken over familiaal governance mechanismen. Dit is dus een dummy variabele die de waarde 1 aanneemt indien het familiebedrijf beschikt over een familie forum, over een familiaal charter of over beide. De waarde 0 geeft aan dat een familiebedrijf over geen enkel familiaal governance mechanisme beschikt.

6.2.2 Afhankelijke variabele

Het empirisch onderzoek in deze thesis is gericht naar de invloed van familiale aspecten op de financiering van familiebedrijven. Daarom zullen we het effect van deze invloeden bespreken, zoals reeds uit de deelvragen blijkt, op de aangegane schulden van familiebedrijven. De proxies die hiervoor gebruikt zullen worden zijn de **totale schuldgraad** en de **financiële schuldgraad** van de ondernemingen. Dit schuldenpercentage wordt berekend door het vreemd vermogen te delen door het balanstotaal voor de totale schuldgraad en de financiële schulden te delen door het balanstotaal voor de financiële schuldgraad.

6.2.3 Controlevariabelen

Er zijn bij het bestuderen van de schuldgraad van een onderneming belangrijke determinanten van de kapitaalstructuur waarmee rekening moet gehouden worden. Deze determinanten kunnen immers een belangrijke invloed hebben op de afhankelijke variabele waardoor deze dienen opgenomen te worden in deze analyse om problemen van omitted variable bias te voorkomen (Stock & Watson, 2007).

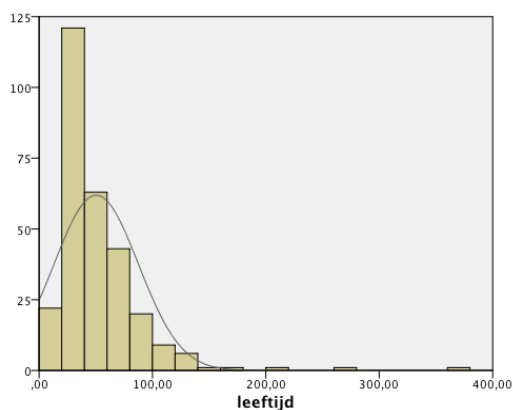
Zoals reeds uiteengezet werd in sectie 2.3.2, is de pecking-order theorie belangrijk in het kader van familiebedrijven aangezien familiebedrijven hun eigen middelen verkiezen boven vreemd vermogen (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Romano, Tanewski, & Smyrnios, 2000; Poutziouris, 2001). Ook bij niet-familiebedrijven is dit een belangrijke determinant van de kapitaalstructuur (Hall, Hutchinson, & Michaelas, 2004). Daarom zal de controlerende variabelen interne middelen opgenomen worden. De mogelijke proxies die hiervoor gebruikt worden zijn de rentabiliteit van de activa (**ROA**) en de rendabiliteit van het eigen vermogen (**ROE**). Hiernaast blijkt dat de grootte van een onderneming een invloed heeft op de toegang tot financiële middelen (Hall et al., 2004; mac an Bhaird & Lucey, 2010; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Romano et al., 2000) waardoor dit ook als controlevariabele opgenomen wordt. Voor grootte zullen twee proxies gebruikt en besproken worden, namelijk het **balanstotaal** en het **aantal werknemers** (WN). De **jaaronzet** als maatstaf van grootte wordt niet gebruikt omdat 179 van de 293 observaties geen waarden hebben. Een derde belangrijke controlevariabele in het kader van kapitaalstructuur is de **leeftijd** van ondernemingen (Hall et al., 2004; mac an Bhaird & Lucey, 2010; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Romano et al., 2000). Het is wel belangrijk dat de verwachting voor niet-familiebedrijven eerder uitgaat naar een negatieve relatie met de schuldgraad aangezien oudere bedrijven reeds over meer middelen beschikken dan jongeren bedrijven (Hall et al., 2004). Daarentegen verwachten Romano et al. (2000) een positieve relatie tussen ouderdom en schuldgraad omdat oudere bedrijven hun continuïteit bewezen hebben en makkelijker toegang krijgen tot financiële middelen. De gehanteerde proxy is de directe leeftijd van de onderneming die berekend wordt als het verschil tussen het huidig jaar (2013) en de oprichtingsdatum van het familiebedrijf. Tenslotte is de controlevariabele **activastructuur** van groot belang bij het onderzoeken van de kapitaalstructuur van ondernemingen. Omwille van het agency conflict tussen de kapitaalverschaffers en het bedrijf is er immers vaak nood aan onderpand (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Daarom wordt verwacht dat er een positieve relatie bestaat tussen de activastructuur en de schuldgraad van een onderneming (Myers & Majluf, 1984). Hall et al. (2004) bevestigen deze positieve relatie, alhoewel ze een onderscheid maken tussen lange termijn schuldgraad en korte termijn schuldgraad. Hierin vinden zij een significante positieve relatie met de lange termijn

schuldgraad. De proxy voor de activastructuur is de ratio van de materiële vaste activa en het balanstotaal.

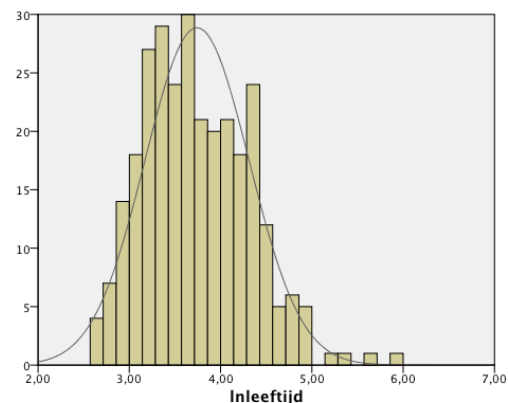
Hiernaast dient er ook rekening gehouden te worden met verschillen die enkel te wijten zijn aan de **sector** waarin de onderneming opereert. Er zijn vijf verschillende sectoren in de dataset waardoor vijf dummy variabelen opgemaakt worden. De dummy variabelen nemen de waarde 1 indien een familiebedrijf toebehoort tot de sector dat door deze variabele beschreven wordt.

6.3 Verdeling variabelen

Wanneer naar de verdeling van de leeftijd, het aantal werknemers, het balanstotaal, de omzet en de activastructuur van de familiebedrijven gekeken wordt blijken deze variabelen scheef verdeeld te zijn. Daarom zullen we de logaritmen van deze variabelen nemen teneinde voor deze scheve verdelingen te corrigeren. Een illustratie van de leeftijd van de onderneming wordt hieronder getoond aan de hand van histogrammen. Het is belangrijk te corrigeren voor scheve verdelingen aangezien er anders sprake is van heteroskedastische standaardfouten (Stock & Watson, 2007). De standaardafwijkingen zouden dan verschillen voor ieder familiebedrijf.



Figuur 6: Histogram Leeftijd



Figuur 7: Histogram LnLeeftijd

Op het linker histogram is duidelijk te zien dat de overgrote meerderheid van de familiebedrijven jonger zijn dan 100 jaar. Hierdoor is er sprake van een rechtsscheve verdeling. Wanneer we de logaritmische transformatie toepassen op de leeftijd en de variabele **Inleeftijd** creëren zien we duidelijk een verbetering in de verdeling, die rechtsboven geïllustreerd wordt. Op dezelfde manier worden de volgende variabelen gecreëerd: **Inactivastructuur**, **Inbalanstot** en **Inwerknemers**.

6.4 Outliers en missing values

Er zijn geen belangrijke outliers gevonden die een vertekening van het beeld gaven voor de gebruikte variabelen in dit empirisch onderzoek. Het detecteren van outliers gebeurde door boxplots te onderzoeken en naar de getrimde gemiddelden te kijken. Op die manier kon gekeken worden of een gemiddelde significant verschillend was voor en na het verwijderen van de 5% hoogste en 5% laagste observaties van een bepaalde variabele.

Indien de verschillen groot waren is er verder onderzocht of het over onwaarschijnlijke waarden ging. Verschillen in getrimde gemiddelden waren er vooral voor de variabelen leeftijd, balanstot, werknemers en omzet. Na verder onderzoek blijkt dat er enkele zeer grote familiebedrijven in de dataset opgenomen zijn maar dat de waarden allemaal realistisch waren, en dus ook niet verwijderd werden uit de dataset. Voorbeelden hiervan zijn observaties 7, 13 en 178.

Twee van de 295 observaties werden wel verwijderd omwille van zeer veel missing values bij de meerderheid van de gebruikte variabelen in dit onderzoek. Deze observaties bevatten geen relevante informatie voor dit onderzoek.

7. Resultaten

7.1 Beschrijvende analyse

7.1.1 Beschrijvende statistieken per variabelen

Hieronder wordt een beschrijvende analyse uitgevoerd op de verschillende variabelen die in de vorige sectie voorgesteld werden. De 293 familiebedrijven uit de steekproef zijn actief in vijf verschillende sectoren. De vertegenwoordiging van deze familiebedrijven per sector wordt in onderstaande tabel weergegeven. Uit deze tabel blijkt dat de familiebedrijven vrij evenredig verdeeld zijn over de verschillende sectoren met een kleine meerderheid van 32,4 % in sector1.

Sectoren	Frequenties	Percentage
Sector1	95	32,4%
Sector2	45	15,4%
Sector3	56	19,1%
Sector4	46	15,7%
Sector5	51	17,4%
Totaal	293	100%

Tabel 2: Sectorverdeling

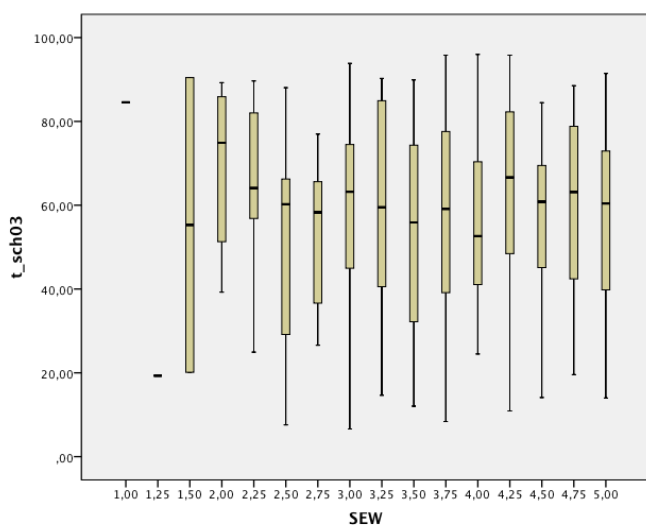
Vervolgens is het interessant om voor de reeds gedefinieerde afhankelijke, onafhankelijke en controlerende variabelen te kijken naar de medianen, gemiddelden, standaardafwijkingen en minima en maxima. Onderstaande tabel geeft een overzicht van deze gegevens voor de voornaamste variabelen weer.

Variabele	Gemiddelde	Mediaan	Standaardafw.	Min	Max
Totale Schuldgraad (%)	57,68	60,97	22,41	6	98
Financiële schuldgraad (%)	18,84	16	17,32	0	76
Socioemotional wealth (SEW)	3,69	3,75	0,85	1	5
Fam_gov	0,1423	0,00	0,35	0	1
Leeftijd (in jaren)	50,44	40	37,29	14	373
Activastructuur (%)	28,52	23,41	22,33	0	98
Interne middelen (ROA%)	13,25	12,93	11,462	-76	46
Aantal werknemers (WN)	25,61	12	42,70	1	372
Balanstotaal (duizenden €)	4489,64	1645	10982,01	136	138978
Omzet (duizenden €)	10740,08	4625,5	15340,87	94	79683

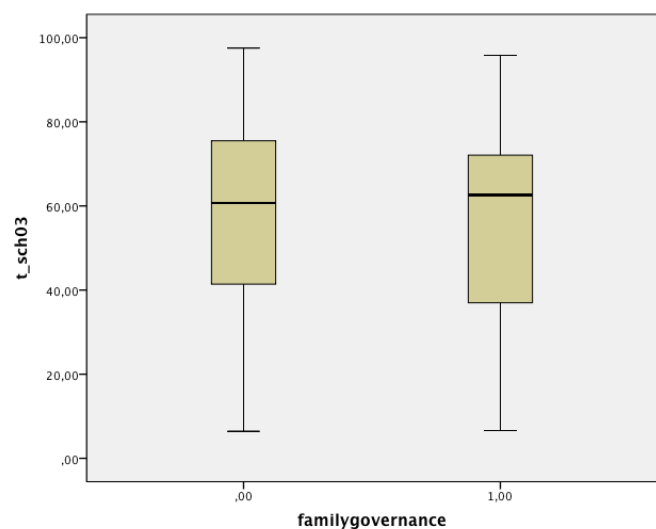
Tabel 3: Overzichtstabel van centrummaten, standaardafwijkingen, minima en maxima

Uit deze gegevens blijkt dat er zeer grote variaties aanwezig zijn in de familiebedrijven inzake grootte (zie WN, Balanstotaal en Omzet), interne middelen, leeftijd, activastructuur en schuldgraad. Zo variëren de familiebedrijven van eenmanszaken tot grote bedrijven met 372 werknemers. Hiernaast scoren de familiebedrijven vrij hoog op de SEW schaal, gaande van 1 tot 5, met een gemiddelde van 3,69. Dit was te verwachten aangezien deze steekproef louter uit familiebedrijven bestaat. Verder blijkt dat 14,23 % van de familiebedrijven enige vorm van familiale governance mechanismen gebruiken. Hieraan kan toegevoegd worden dat 11 % beschikt over een familieforum en een minderheid van 7 % beschikt over een familiaal charter. Voor het aantal gebruikte familiale charters is dit een zeer laag cijfer aangezien er volgens Ekcrich & McClure (2012) verwacht wordt dat familiebedrijven een charter opstellen over hoe het familieforum dient te werken. Toch blijkt de meerderheid van de familiebedrijven met een familieforum niet over een familiaal charter te beschikken.

Hieronder wordt ingegaan op de relatie tussen de schuldgraad (t_sch03) en de onafhankelijke variabelen SEW en family governance. Uit onderstaande boxplots kan afgeleid worden dat er geen eenduidige relatie blijkt te bestaan tussen de SEW en de schuldgraad van een onderneming. Daarentegen blijken familiebedrijven met familiale governance mechanismen een licht hogere schuldgraad te hanteren dan ondernemingen die niet over zulke mechanismen beschikken. Toch blijkt het verschil op het eerste gezicht minimaal. De correlatiematrixen en regressieanalyses zullen hierin meer inzicht kunnen geven. Er zal later in secties 7.1.2 en 7.2 ook gebruik gemaakt worden van de engere financiële schuldgraad om deze relatie in kaart te brengen.



Figuur 8: Boxplot SEW-TotSchuldgraad



Figuur 9: Boxplot Fam_Gov-TotSchuldgraad

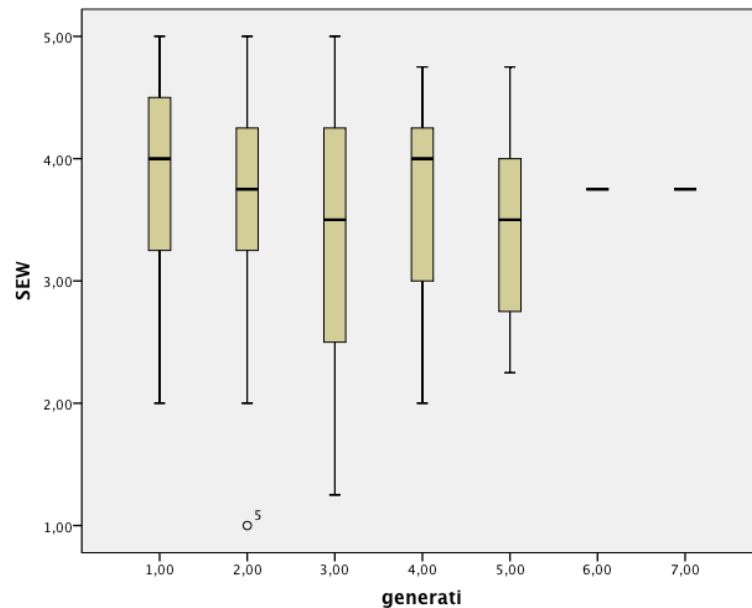
Aangezien er later nog belang gehecht zal worden aan het generatie-effect is het noodzakelijk inzicht te krijgen in de actieve generatie van de familiebedrijven uit deze steekproef. De verdeling per generatie kan hieronder teruggevonden worden. Hieruit blijkt dat 23,4 % van de familiebedrijven bestuurd worden door de eerste generatie (= controlling owner), een meerderheid van 50,3 % bestuurd wordt door de tweede generatie (=sibling partnership) en 26,3% voorbij de tweede generatie geraakt (= cousin consortium).

Actieve generatie	Frequenties	Percentage
Controlling owner	67	23,4 %
Sibling partnership	144	50,3 %
Cousin consortium	75	26,3 %
Totaal (valid)	286	100 %

Tabel 4: Verdeling volgens generatie

Wanneer er naar het gebruik van familiale governance mechanismen naargelang de generatie gekeken wordt, kan vastgesteld worden dat dit gebruik in latere generatie hoger ligt dan in eerdere generaties. In de eerste generatie maken 8,96 % gebruik van een familiaal governance mechanisme. Voor de tweede generatie stijgt dit percentage naar 13,79. Voor de derde en latere generaties stijgt dit percentage nog verder door tot 18,42%. In deze dataset gebruiken maar liefst 30,77 % van de familiebedrijven in de vierde generatie een vorm van familiale governance.

Verder blijkt de gemiddelde score op de schaal van SEW te verschillen naargelang de actieve generatie. Hieronder wordt een boxplot van SEW in functie van de actieve generatie geïllustreerd. Hieruit leiden we af dat de gemiddelde waarden van SEW dalen naargelang we overgaan van de eerste naar de derde generatie. Deze bevinding is in lijn met de theorie uiteengezet in sectie 4.3. Deze theorie stelt dat het effect van SEW kleiner wordt naargelang een familiebedrijf zich in een latere generatie bevindt (Gomez-Mejia et al., 2011). Bij de vierde generatie kan echter terug een stijging waargenomen worden, wat niet meteen te verklaren is. Ekcrich & McClure (2012) wijzen erop dat familiebedrijven in latere generaties die een sterk familiaal governance mechanisme hanteren terug sterker verbonden worden met de familie. Hierdoor kunnen de doelen van het behouden van de SEW van de familie terug opduiken. Merk op dat in vorige paragraaf vermeld werd dat het gebruik van familiale governance mechanismen vrij hoog is in de vierde generatie waardoor bovenstaande redenering van toepassing kan zijn. Wat de latere generaties betreft kan terug een daling van de SEW waargenomen worden en blijft het niveau van SEW constant.



Figuur 10: Boxplot Generatie-SEW

Verder blijkt er een verschil te bestaan in SEW naargelang de grootte van een familiebedrijf. Grotere familiebedrijven ervaren een minder hoge nood aan het behoud van hun SEW in vergelijking met kleinere bedrijven. Het verschil in gemiddelden voor deze twee groepen bedrijven wordt getest aan de hand van een independent sample t-test. Zo bedraagt de gemiddelde score van SEW van bedrijven met minder dan 25 werknemers 3,75. Familiebedrijven met meer dan 25 werknemers scoren significant (p-waarde van 0,034 < 0,05) lager met een gemiddelde score van 3,5.

Tenslotte wordt hieronder nog inzicht gegeven in de variabelen economisch risicovolle situatie en niet-familiale aandeelhouders. De dataset bestaat uit 10,17 % familiebedrijven waarbij een externe niet-familiale aandeelhouder aanwezig is. Deze externe aandeelhouders kunnen niet-familiale managers, investeringsmaatschappijen of werknemers zijn. Familiebedrijven met externe aandeelhouders hebben gemiddeld een niveau van 3,33 op de schaal van SEW. Daarentegen hebben familiebedrijven zonder externe aandeelhouders een hogere gemiddelde score van 3,72. Het verschil in gemiddelde scores, berekend aan de hand van een independent sample t-test, tussen beide groepen is hierbij significant op het 5% significantieniveau met een p-waarde van 0,023. Dit is uiteraard in lijn met de gedachtegang van sectie 4.3. Externe aandeelhouders hebben immers vooral economische en financiële doelstellingen (in tegenstelling tot de niet-economische doelen van familiale aandeelhouders). Wat betreft de familiebedrijven in een economisch risicovolle situatie blijkt 21,36 % van de familiebedrijven zich in deze situatie te bevinden. Het verschil in gemiddelde scores op

de schaal van SEW is zeer klein naargelang een bedrijf zich in een risicovolle situatie bevindt.

7.1.2 Correlatiematrixen

Hieronder zal meer inzicht gegeven worden in de correlatie tussen de verschillende gebruikte variabelen. Een correlatiecoëfficiënt tussen twee variabelen is een maat voor de sterkte en de richting van het verband tussen deze twee variabelen. Correlatiecoëfficiënten variëren van -1 tot 1 waarbij de absolute waarde 1 betekent dat er een rechtstreeks lineair verband bestaat. Daarentegen betekent een correlatie van 0 dat de twee betrokken variabelen geen enkel verband vertonen met elkaar. Het is belangrijk om aan de hand van deze correlatiematrixen na te kijken of er geen al te grote verbanden bestaan tussen variabelen om problemen van multicollineariteit in de latere regressieanalyses te vermijden.

De correlatiecoëfficiënten zijn berekend op twee manieren. Enerzijds is de berekening volgens de Pearson methoden uitgevoerd en anderzijds volgens de Spearman's methoden. De reden hiervoor is dat de Pearson correlatie de voorwaarden stelt van een normale verdeling van de variabelen. De Spearman's rho geeft echter een rangcorrelatiecoëfficiënt waardoor deze assumptie wegvalt. Deze niet-parametrische maat is dus verdelingsvrij en heeft een hogere power. De correlatiecoëfficiënten worden weergegeven in tabellen 5 en 6.

7.1.2.1 Pearson correlaties

Hieronder worden enkele zeer significante correlaties besproken:

- De correlatie tussen de financiële schuldgraad en de totale schuldgraad is gelijk aan een zeer hoge en significante waarde van 0,627. Natuurlijk vormt dit geen probleem van multicollineariteit aangezien deze variabelen nooit samen als afhankelijke variabelen zullen gebruikt worden in een regressieanalyse.
- De binaire variabele risico_situatie blijkt significant positief gecorreleerd te zijn aan de financiële schuldgraad (op het 1% s.n.) en de totale schuldgraad (op het 5% s.n.). Dit betekent dat een familiebedrijf dat zich in een risicosituatie bevindt een hogere schuldgraad heeft. Toch kan hier nog geen causaal verband gelegd worden. Regressieanalyses zullen hier meer informatie over geven maar dit is een eerste aanwijzing van een mogelijk positief verband zoals verwacht werd in de literatuurstudie.

Pearson Correlations

	Totale schuldgraad	Financiële schuldgraad	SEW	Fam_gov	Generatie	Ext_aandeelh	Risico_situatie	Niet_actief	LnWerknemers	LnBalans	LnActiva	LnLeeftijd	ROA	ROE
Totale schuldgraad	1													
Financiële schuldgraad	,627**	1												
SEW	-0,014	0,035	1											
Fam_gov	-0,04	-0,055	-0,012	1										
Generatie	0,061	-0,048	-0,08	0,091	1									
Ext_aandeelh	0,103	0,087	-,141*	0,1	0,04	1								
Risico_situatie	,117*	,218**	-0,04	-0,075	0,07	0,022	1							
Niet_actief	-0,028	0,074	-,174**	0,11	0,01	,445**	,139*	1						
LnWerknemers	0,048	0,015	-,135*	,160**	0,01	0,026	-0,025	0,117	1					
LnBalans	0,059	,137*	-0,061	,273**	-0,05	0,01	-0,055	0,049	,673**	1				
LnActiva	0,105	,305**	0,02	-,128*	-0,02	0,09	0,041	-0,005	0	-0,037	1			
LnLeeftijd	-,194**	-0,113	-0,077	0,103	-,133*	0,091	-0,085	,172**	,272**	,267**	-0,031	1		
ROA	-,158**	-0,111	-0,065	-0,042	-0,02	-0,037	-,402**	-0,083	-0,006	-0,042	,196**	0,058	1	
ROE	0,008	0,048	-0,06	-0,023	-0,03	-0,006	,126*	-0,073	-0,058	-0,094	-0,006	0,031	,541**	1

** Correlatie is significant op het 0.01 niveau (2-zijdig).

* Correlatie is significant op het 0.05 niveau (2-zijdig).

Tabel 5: Pearson Correlations

- De variabele die aangeeft of er zich een externe aandeelhouder in het familiebedrijf bevindt blijkt een negatief verband te hebben met SEW. Dit is uiteraard volledig in de verwachte richting aangezien externe aandeelhouders niet zozeer bezig zijn met het behalen van niet-economische doelen. De correlatie hiertussen is bovendien significant op het 5% significantieniveau.
- Wanneer we kijken naar de financiële schuldgraad, de te gebruiken afhankelijke variabelen in de regressieanalyses, zien we reeds significant positieve correlaties met LnBalanstot en LnActivastructuur. Dit is uiteraard in lijn met de verwachtingen, namelijk hoe groter een bedrijf en hoe meer activa in een bedrijf, hoe hoger de schuldgraad. Uit de resultaten berekend volgens de Spearman's rho methode blijkt ook nog een significant negatief verband te bestaan met de leeftijd en de beschikbaarheid aan interne middelen (gemeten door de proxies ROA en ROE) in een familiebedrijf. Voor de interne middelen is dit uiteraard volgens de verwachtingen uitgeschreven in sectie 6.2.3. Voor de leeftijd werd voor familiebedrijven echter een positief verband verwacht aangezien oudere familiebedrijven hiermee hun continuïteit bewezen hebben en hierdoor makkelijker toegang krijgen tot financiële schulden. Toch zullen oudere familiebedrijven reeds veel middelen opgebouwd hebben in de loop der jaren waardoor minder nood is aan extra financiering.
- SEW vertoont significante negatieve relaties met de variabelen niet_actief en Lnwerknemers. De negatieve relatie met niet_actief valt te verklaren doordat er familieleden niet actief zijn in het familiebedrijf en zij bijgevolg op die manier minder affiniteit hebben met het concept van het behoud van SEW. Lnwerknemers is een proxy voor de grootte van het familiebedrijf waardoor de verwachte negatieve relatie tussen de grootte van het familiebedrijf en de wil om haar SEW te waarborgen hiermee bevestigd wordt. Volgens de Spearman's rho methode blijkt ook een significant negatieve relatie te bestaan tussen SEW en het aantal generaties. Dit is in lijn met de uitgewerkte literatuurstudie. Hoe meer generaties, hoe groter de familie wordt en hoe lager de affiniteit met het familiebedrijf zal zijn (Gomez-Mejia et al., 2011).
- Het gebruik van familiale governance mechanismen blijkt significant positief gerelateerd te zijn aan de grootte van een familiebedrijf (zowel voor de proxy Lnwerknemers als voor LnBalanstot). De reden hiervoor is dat grotere bedrijven vaak professioneler bezig zijn met opvolgingszaken en dat grotere bedrijven vaak ouder zijn en dus reeds meer generaties betrokken zijn in het familiebedrijf. Hierdoor komen zaken als een familieforum en een familiaal charter vaker voor. Verder blijkt er ook een niet verklaarbare significante negatieve correlatie te

bestaan tussen het gebruik van familiale governance mechanismen en de activastructuur van een familiebedrijf.

- Generatie zou volgens de Pearson correlatie significant negatief gecorreleerd zijn met de leeftijd van een familiebedrijf. Dit staat natuurlijk lijnrecht tegenover de logica die stelt dat oudere familiebedrijven reeds bestuurd werden door verschillende generaties van de familie. De Spearman's rho maatstaf blijkt hier noodzakelijk aangezien generatie niet normaal verdeeld is. De Spearman's correlatiecoëfficiënt van 0,357 blijkt wél de significant positieve relatie te bevestigen. Verder blijkt uit deze methoden dat generatie significant positief gecorreleerd is aan de variabelen niet_actief en ext_aandeelh. Dit is uiteraard binnen de verwachtingen aangezien een familiebedrijf in een verdere generatie vaak groter is en meer geneigd is joint-ventures aan te gaan (Gomez-Mejia et al., 2007). Bovendien zal de familie zo groot worden dat niet iedereen wenst of kan actief zijn in het familiebedrijf. Deze redenering verklaart ook rechtstreeks de zeer hoge en significante positieve correlatie (0,445) die bestaat tussen niet_actief en ext_aandeelh.
- Familiebedrijven die zich in een risicovolle situatie bevinden vertonen een zeer sterke en significante negatieve relatie met de ROA (-0,407) en de ROE (-0,643). Dit is uiteraard normaal aangezien de variabele risico_situatie zo is opgebouwd dat verliesmakende familiebedrijven zich in een risicovolle situatie bevinden. Verliesmakende bedrijven zullen dan ook een negatieve ROA en ROE hebben.
- De twee maatstaven voor grootte, namelijk Lnwerknemers en LnBalanstot zijn uiteraard zeer sterk en significant positief gecorreleerd aangezien zij hetzelfde meten. Deze variabelen zullen dan ook nooit samen mogen gebruikt worden in een regressieanalyse om problemen van multicollineariteit te vermijden.
- Gelijkaardig aan de hierboven besproken redenering zijn de variabelen ROA en ROE sterk en significant positief gecorreleerd.
- Tenslotte vertonen oudere familiebedrijven een significant positieve relatie met de activastructuur. Oudere familiebedrijven beschikken dus over meer materiële vaste activa.

Nonparametric Spearman's rho Correlations

	Totale schuldgraad	Financiële schulddgraad	SEW	Fam_gov	Generatie	Ext_aandeeh	Risico_situatie	Niet_actief	LnWerknemers	LnBalans	LnActiva	LnLeef	ROA	ROE
Totale schuldgraad	1													
Financiële schulddgraad	,637**	1												
SEW	-0,018	0,047	1											
Fam_gov	-0,03	-0,037	0,002	1										
Generatie	-0,051	0,008	-,141*	0,102	1									
Ext_aandeeh	0,109	0,092	-,132*	0,1	,145*	1								
Risico_situatie	,137*	,209**	-0,034	-0,075	-0,04	0,022	1							
Niet_actief	-0,021	0,057	-,164**	0,11	,144*	,445**	,139*	1						
LnWerknemers	0,063	0,043	-,121*	,128*	0,06	0,024	-0,045	0,081	1					
LnBalans	0,078	0,111	-0,045	,237**	,122*	-0,001	-0,051	0	,651**	1				
LnActivastructuur	,125*	,420**	0,049	-,153*	-0,11	0,078	0,103	-0,001	-0,087	-0,071	1			
LnLeeftijd	-,226**	-,138*	-0,069	0,069	,357**	0,047	-0,098	,147*	,210**	,206**	-0,054	1		
ROA	-,182**	-,154**	0,054	-0,09	-0,05	-0,011	-,407**	-0,03	0,001	-0,059	,227**	-0,03	1	
ROE	-0,032	-,164**	0	-0,044	-0,03	0,015	-,643**	-,136*	0,032	0,043	-0,043	-0,04	,582**	1

** Correlatie is significant op het 0.01 niveau (2-zijdig).

* Correlatie is significant op het 0.05 niveau (2-zijdig).

Tabel 6: Spearman Correlaties

7.2 Regressieanalyse

In deze sectie worden de resultaten weergegeven van de regressieanalyses die de voorgestelde hypothesen zullen testen. Daarom is hieronder, ter verduidelijking, in tabel 7 een overzicht van de elf hypothesen opgenomen. Merk op dat hypothesen 6, 6a, 6b en 6c niet empirisch zullen getest worden omwille van ontoereikende gegevens. Deze vier hypothesen zullen enkel theoretisch behandeld worden.

NR	HYPOTHESEN
1	Familiebedrijven waarin het behoud van hun socioemotional wealth belangrijk is zullen een lagere schuldgraad hanteren.
2	Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is groter in de eerste generaties dan in latere generaties.
3	Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is kleiner in grotere familiebedrijven dan in kleinere familiebedrijven.
4	Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is kleiner in familiebedrijven die zich in een economisch risicovollere situatie bevinden.
5	Het negatief effect van het behoud van socioemotional wealth op de schuldgraad is kleiner in familiebedrijven waarbij er niet-familiale aandeelhouders aanwezig zijn.
6	Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in een familiebedrijf is positief gerelateerd aan de toekenning van schulden door financiële instellingen.
6a	Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven in het controlling owner stadium heeft geen invloed op de toekenning van schulden door financiële instellingen.
6b	Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven in het sibling partnership stadium heeft een groter positief effect op de toekenning van schulden door financiële instellingen.
6c	Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven in het cousin consortium stadium heeft een kleiner positief effect op de toekenning van schulden door financiële instellingen dan familiebedrijven in het sibling partnership stadium.
7	Het hebben van inactieve aandeelhouder(s) in een familiebedrijf is positief gerelateerd aan de schuldgraad van dit familiebedrijf.
8	Het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter in familiebedrijven met inactieve aandeelhouder(s) heeft een negatief effect op de schuldgraad van het familiebedrijf.

Tabel 7: Overzicht hypothesen

7.2.1 Het direct effect van SEW op de schuldgraad

Teneinde het effect van SEW op de schuldgraad te meten zal gebruik gemaakt worden van een lineaire regressie. Deze methoden sluit immers het best aan bij het onderzoek naar de kapitaalstructuur van een onderneming. Ook Mishra & McConaughy (1999) en Hall et al. (2004) maakten gebruik van regressieanalyses in hun vergelijkbare onderzoeken naar de kapitaalstructuur van een bedrijf.

De algemene regressieanalyse die de relatie tussen SEW en de schuldgraad moet testen is de volgende:

$$\text{Schuldgraad} = \beta_0 + \beta_1(\text{SEW}) + \beta_2(\text{Interne middelen}) + \beta_3(\text{Grootte}) + \beta_4(\text{Leeftijd}) + \beta_5(\text{Activastructuur}) + \text{Sector dummies}$$

Bij het testen van deze regressie zal gebruik gemaakt worden van twee verschillende proxies voor de onafhankelijke variabele grootte (Lnwerknemers en LnBalanstot) en twee proxies voor de onafhankelijke variabele interne middelen (ROA en ROE). Bovendien zullen deze regressies uitgevoerd worden voor zowel de totale schuldgraad als voor de financiële schuldgraad van de familiebedrijven. Hierdoor ontstaan acht regressies, allen opgenomen in tabel 9 op de volgende bladzijde. De coëfficiënten in tabel 9 zijn de gestandaardiseerde regressiecoëfficiënten. De uitgevoerde combinaties worden in tabel 8 weergegeven.

Regressie	Afhankelijke variabele	Proxy Grootte	Proxy Interne middelen
Regressie 1	Totale schuldgraad	Lnwerknemers	ROA
Regressie 2	Totale schuldgraad	Lnwerknemers	ROE
Regressie 3	Totale schuldgraad	LnBalanstot	ROA
Regressie 4	Totale schuldgraad	LnBalanstot	ROE
Regressie 5	Financiële schuldgraad	Lnwerknemers	ROA
Regressie 6	Financiële schuldgraad	Lnwerknemers	ROE
Regressie 7	Financiële schuldgraad	LnBalanstot	ROA
Regressie 8	Financiële schuldgraad	LnBalanstot	ROE

Tabel 8: Regressie combinaties

Merk op dat er steeds één van de vijf sectoren is weggelaten uit de regressies om zo de dummy trap te voorkomen. Dit betekent dat de basis een familiebedrijf is in de sector die werd weggelaten uit de regressie. Er moet dus steeds vergeleken worden met de basissector.

	Afhankelijke variabelen							
	Totale schuldgraad				Financiële schuldgraad			
	Regressie 1	Regressie 2	Regressie 3	Regressie 4	Regressie 5	Regressie 6	Regressie 7	Regressie 8
SEW	,009 (.154)	-,003 (-,048)	,002 (.039)	-,010 (-,162)	,048 (.819)	,037 (.627)	,047 (.830)	,038 (.656)
ROA	-,222 (-3,559)***	-	-,204 (-3,231)***	-	-,166 (-2,792)***	-	-,151 (-2,563)**	-
ROE	-	,027 (.448)	-	,031 (.503)	-	,058 (.995)	-	,074 (1,281)
LnBalanstot	-	-	,102 (1,564)	,139 (2,102)**	-	-	,163 (2,621)***	,187 (2,991)***
LnWerknemers	,137 (2,066)**	,145 (2,14)**	-	-	,041 (.631)	,049 (.758)	-	-
LnLeeftijd	-,25 (-4,022)***	-,247 (-3,884)***	-,235 (-3,785)***	-,242 (-3,813)***	-,126 (-2,087)**	-,131 (-2,147)**	-,156 (-2,642)***	-,166 (-2,785)***
LnActivastructuur	,163 (2,662)***	,118 (1,915)*	,161 (2,611)***	,122 (1,980)**	,333 (5,617)***	,307 (5,180)***	,340 (5,834)***	,319 (5,490)***
Sector1	-	-,101 (-1,191)	-	-	-	-	-	-
Sector2	,045 (.691)	-,036 (-,49)	,042 (.637)	,039 (.581)	-,088 (-1,384)	-,093 (-1,447)	-,073 (-1,162)	-,073 (-1,153)
Sector3	,094 (1,352)	-	,066 (.982)	,057 (.828)	,010 (.149)	,004 (.065)	,007 (.111)	,001 (.011)
Sector4	-,027 (-,392)	-,093 (-1,242)	-,037 (-,536)	-,018 (-,263)	-,070 (-1,037)	-,055 (-,802)	-,032 (-,483)	-,015 (-,228)
Sector5	,012 (.173)	-,118 (-1,541)	,002 (.025)	-,037 (-,543)	-,142 (-2,157)**	-,162 (-2,444)**	-,120 (-1,862)*	-,138 (-2,114)**
Intercept	(8,347)***	(8,091)***	(6,42)***	(5,669)***	(4,79)***	(4,417)***	(2,794)***	(2,336)**
F-test	4,086***	2,574***	3,721***	2,49***	5,496***	4,619***	6,381***	5,727***
R2	0,128	0,084	0,117	0,081	0,163	0,141	0,183	0,168
Adjusted R2	0,097	0,052	0,085	0,049	0,133	0,11	0,155	0,138

Tabel 9: Regressieresultaten SEW-Schuldgraad

* Significant op het 0.10 niveau.

** Significant op het 0.05 niveau.

*** Significant op het 0.01 niveau.

Uit de regressieresultaten blijkt dat voor geen enkel van de acht regressies een significante regressiecoëfficiënt gevonden kan worden voor de te testen onafhankelijke variabelen SEW. Zowel in de eerste vier regressies, waarin de afhankelijke variabelen de totale schuldgraad is, als in de laatste vier regressies, waarin de afhankelijke variabelen de financiële schuldgraad is, kan geen significante relatie gevonden worden. Hierdoor dient **hypothese 1**, die stelt dat familiebedrijven waarin het behoud van hun socioemotional wealth belangrijk is een lagere schuldgraad zullen hanteren, verworpen te worden. Deze hypothese wordt immers niet ondersteunt door de regressieresultaten.

Toch is het interessant om te kijken naar de tekens en relaties van de controlevariabelen alsook welke afhankelijke variabelen het best beschreven worden door de regressiemodellen. Indien er simpelweg gekeken wordt naar de F-waarden en de R^2 -waarden van de verschillende regressies blijkt dat de afhankelijke variabele financiële schuldgraad het best geschat wordt. Bij de eerste vier regressies is de maximale R^2 -waarde gelijk aan 0,128, terwijl de maximale R^2 -waarde in de laatste vier regressies gelijk is aan 0,183. Er zal dan ook in de latere regressieanalyses gebruik gemaakt worden van de financiële schuldgraad. Deze maatstaf is immers beter aangepast aan de te testen hypothesen. In de totale schuldgraad zitten bijvoorbeeld ook leveranciersschulden waardoor deze maatstaf niet voldoet aan de noden van dit onderzoek. Bovendien werd in de theoretische uiteenzetting steeds uitgegaan van bankleningen en gelijkaardige financiële schulden.

Voor de proxies van interne middelen ROA en ROE blijkt uit de regressie 5 tot en met 8 dat de ROE nooit significant wordt. De proxy ROA daarentegen blijkt in regressies 5 en 7 steeds significant. Hierbij wordt een significantieniveau van 1% behaald in regressie 5 en een significantieniveau van 5% in regressie 7. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de ROA de beste maatstaf is voor het beschrijven van het effect van de beschikbaarheid aan interne middelen in de familiebedrijven op het niveau van de financiële schuldgraad. De verwachte negatieve richting wordt in beide regressies bevestigd, alhoewel het effect iets sterker is in regressie 5. Familiebedrijven met meer middelen zullen dus geneigd zijn minder leningen aan te gaan teneinde de controle over het familiebedrijf te waarborgen (López-Gracia & Sánchez-Andujár, 2007).

Tenslotte kan een keuze gemaakt worden tussen regressies 5 en 7 op basis van de gebruikte proxy voor het beschrijven van het effect van grootte op de financiële schuldgraad. Hieruit blijkt dat de proxy LnWerknemers in regressie 5 niet significant is, terwijl de proxy LnBalanstot in regressie 7 significant is op het 1% significantieniveau met een p-waarde kleiner dan 0,01. De verwachte positieve relatie tussen de grootte van een familiebedrijf en haar financiële schuldgraad wordt door deze regressieresultaten bevestigd met een positieve regressiecoëfficiënt van 0,163. Grotere familiebedrijven

hebben immers makkelijker toegang tot financiële middelen waardoor zij geneigd zijn een hogere schuldgraad te hanteren dan kleinere bedrijven (Mac an Bhaird & Lucey, 2010; López-Gracia & Sánchez-Andujár, 2007; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2000).

De controlevariabelen voor de leeftijd van de familiebedrijven blijkt een significant negatieve relatie te vertonen met de financiële schuldgraad van de onderneming. Dit resultaat is in lijn met wat reeds in de correlatiematrixen bekomen werd in sectie 7.1.2. De variabelen LnLeeftijd is significant op het 1% significantieniveau. De theoretische uiteenzetting rond deze controlevariabelen verwachtte daarentegen een positieve relatie aangezien een familiebedrijf dat ouder is haar continuïteit bewezen heeft en als gevolg een betere toegang krijgt tot financiële schulden (Romano et al., 2000). Deze resultaten lijken dus eerder de redenering van Hall et al. (2004) te bevestigen, namelijk dat oudere bedrijven reeds veel middelen hebben opgebouwd in de loop der jaren door ingehouden winsten waardoor de nood aan extra financiering in de vorm van financiële schulden afneemt.

Voor de laatste controlevariabele activastructuur kan er een, op een significantieniveau van 1%, significante positieve relatie gevonden worden met de financiële schuldgraad. Dit betekent dat een familiebedrijf dat over meer materiële vaste activa beschikt een hogere schuldgraad hanteert omwille van haar hogere onderpandwaarde. Dit is in overeenkomst met de bevindingen van Steijvers & Voordeckers (2009b) en Myers & Majluf (1984).

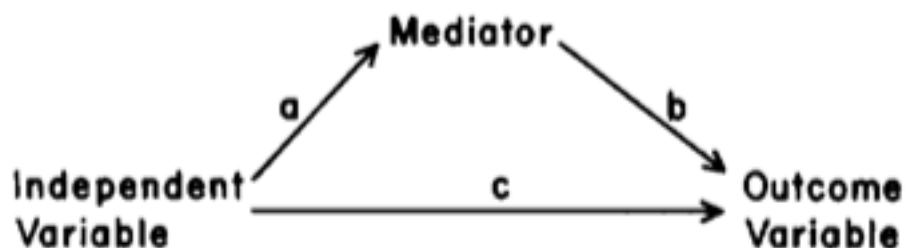
In regressie 7 is sectordummy 1 weggelaten uit de regressie zodat de dummy trap vermeden wordt. Dit betekent dat een familiebedrijf in sector 2 een schuldgraad hanteert die 7,3 % lager ligt dan die van een familiebedrijf in sector 1. Merk op dat enkel de dummy voor sector 5 significant is (op het 10% significantieniveau).

Tenslotte is de volgorde van de best verklarende variabelen (in dalende lijn) volgens de gestandaardiseerde regressiecoëfficiënten van regressie 7 de volgende: de activastructuur, de grootte, de leeftijd en de beschikbaarheid aan interne middelen.

7.2.2 Mediërende effecten op de relatie SEW-schuldgraad

In deze sectie zullen de mediërende effecten van generatie, grootte, risico situatie en externe aandeelhouders op de relatie tussen SEW en de financiële schuldgraad getest worden. Teneinde deze testen te kunnen uitvoeren zal het model voorgesteld door Baron en Kenny (1986) gebruikt worden. Hieronder volgt een woordje uitleg over dit model.

Het model bestaat uit drie verschillende stappen waarvoor telkens een regressieanalyse dient uitgevoerd te worden. Vooreerst is het belangrijk een significante relatie te vinden tussen de onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabele. Deze test zal in het vervolg benoemd worden als stap één. Hiermee wordt in onderstaande figuur relatie c getest. Vervolgens dient er getest te worden of de mediator als afhankelijke variabele sterk verschilt naargelang de variaties in de afhankelijke variabele. Dit is dan ook de tweede stap in het model en tevens een test voor relatie a in onderstaand pad diagram. Tenslotte zal stap drie bestaan uit een test tussen de mediator, de onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabelen. De mediator wordt in deze regressie opgenomen als tweede onafhankelijke variabele. Teneinde te kunnen spreken van mediatie zullen variaties in de mediator immers moeten leiden tot variaties in de afhankelijke variabelen. In dit model betekent dit dat relaties b en c in onderstaande figuur worden getest. Er is sprake van volledige mediatie wanneer pad c nul wordt, dit betekent dus dat door het effect van de mediator er geen direct effect meer is van de onafhankelijke variabelen. Indien pad c wel nog significant is maar de regressiecoëfficiënt kleiner is geworden dan in stap één, dan is er sprake van partiële mediatie. Natuurlijk moet in beide gevallen de mediator een significante relatie hebben met de afhankelijke variabele (Baron & Kenny, 1986).



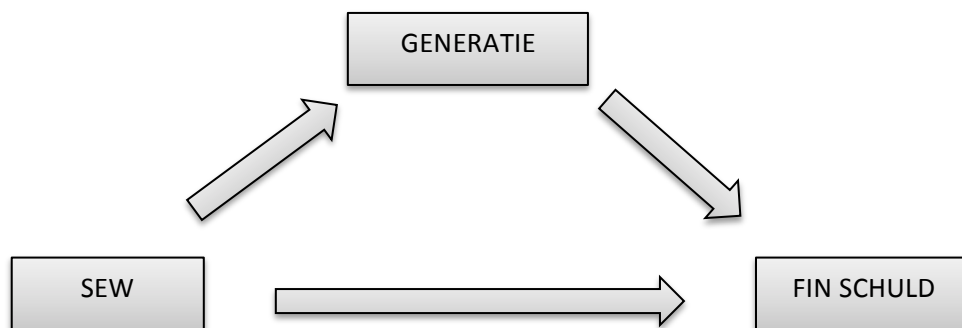
Figuur 11: Baron & Kenny's pad diagram (1986)

Indien het geval zich voordoet dat er geen directe relatie bestaat tussen de onafhankelijke en de afhankelijke variabelen kan nog steeds gezocht worden naar een indirect effect. Dit betekent dat pad c onbestaande is en enkel het pad a-b kan leiden tot een relatie tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen. Hiervoor dient stap

één vervangen te worden door stap vier. Stap vier geeft de relatie tussen de afhankelijke variabele en de mediator weer door middel van een regressie. In stap drie zal een resultaat moeten gevonden worden waarbij de onafhankelijke variabele geen effect heeft op de afhankelijke variabele maar de mediator wel (Zhao, Lynch, & Chen, 2010).

Generatie als mediator

In tabel 10 worden de resultaten van het model van Baron en Kenny (1986) weergegeven voor de mediatie van generatie op de relatie tussen SEW en de financiële schuldgraad. Het model dat hier wordt getest kan teruggevonden worden in figuur 12.



Figuur 12: Generatie pad diagram

Stap één blijkt reeds geen significante relatie te vertonen zoals eerder in sectie 7.2.1 aangetoond werd. Dit betekent uiteraard dat er geen directe relatie bestaat tussen SEW en de financiële schuldgraad. De regressiecoëfficiënt is immers niet significant. Toch zijn stappen twee en drie uitgevoerd. Op die manier kan getest worden of er een verband bestaat tussen SEW en Generatie. Er wordt opgemerkt dat generatie hier gestest wordt door de binaire variabele Gen3, die gelijk is aan één wanneer het familiebedrijf zich in een later dan tweede generatie bevindt en anders gelijk is aan nul. Uit de regressie in stap twee blijkt er inderdaad een significante relatie te bestaan tussen Gen3 en SEW. De relatie is negatief zodat familiebedrijven in latere generaties een minder hoge mate van SEW kennen. Het effect van Gen3 op schuldgraad kan verder echter niet aangetoond worden. Hiermee kan geconcludeerd worden dat **hypothese 2** dient verworpen te worden.

Tabel 10: Regressieresultaten Generatie

	Stap1	Stap2	Stap3
Financiële schuldgraad	Afhankelijke var	-	Afhankelijke var
SEW	,007 (,579)	Afhankelijke var	,008 (,599)
Gen3	-	-,246 (-2,095)**	,012 (,491)
Intercept	,162 (3,385)***	3,768 (62,984)***	,158 (3,134)***
F-test	,335	4,387 **	,269
R2	0,001	0,016	0,002
Adjusted R2	-0,002	0,012	-0,006

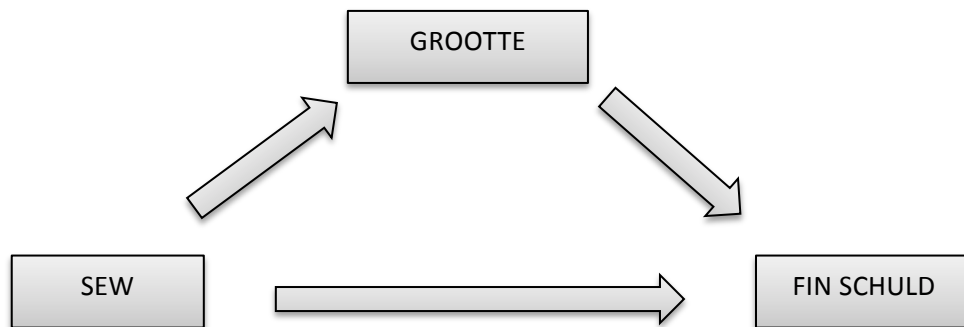
* Significant op het 0.10 niveau.

** Significant op het 0.05 niveau.

*** Significant op het 0.01 niveau.

Grootte als mediator

Hier zal dezelfde werkwijze gebruikt worden als hierboven. In tabel 11 worden de regressieresultaten weergegeven en in figuur 13 wordt de geteste mediatie geïllustreerd.



Figuur 13: Pad diagram Grootte

Uit de regressieresultaten blijkt uiteraard dat de relatie tussen SEW en de financiële schuldgraad nog steeds niet significant is aangezien het dezelfde regressie betreft. Desalniettemin dient er hier verder gekeken te worden naar de relatie tussen SEW en de grootte van familiebedrijven. Uit de resultaten van stap twee kan besloten worden dat wanneer een familiebedrijf significant groter is, dit op het 5% significantieniveau, lager scoort op de schaal van SEW. Hierdoor is het interessant om te onderzoeken of er geen sprake is van een indirecte relatie tussen SEW en de financiële schuldgraad. Aangezien stap vier de nodige ondersteuning geeft voor een relatie tussen de grootte van een familiebedrijf en de financiële schuldgraad van een familiebedrijf is er mogelijk een indirect effect. Stap drie geeft uitsluitend doordat bij het opnemen van SEW in de regressie deze niet significant is en het effect van grootte nog steeds aanwezig is. Dit

betekent dat het indirecte pad SEW-GROOTTE een significant effect heeft op de financiële schuldgraad van een familiebedrijf. Er wordt hier wel opgemerkt dat gebruik gemaakt werd van een binaire variabele voor de grootte van de ondernemingen (Groot_WN) waarbij de proxy gebaseerd is op het aantal werknemers in een familiebedrijf. Deze variabele is gelijk aan één wanneer familiebedrijven een boven gemiddeld aantal werknemers bezit. Er kan dus geconcludeerd worden dat, doordat familiebedrijven die groot zijn een lagere SEW ervaren dan kleine familiebedrijven, zij een hogere financiële schuldgraad hanteren. Hiermee is de nodige ondersteuning voor **hypothese 3** geleverd.

Tabel 11: Regressieresultaten Grootte

	Stap1	Stap2	Stap3	Stap4
Financiële schuldgraad SEW	Afhankelijke var ,007 (.579)	-	Afhankelijke var ,007(.493)	Afhankelijke var -
Groot_WN	-	-,260 (-2,464)**	,042 (1,835)*	,042 (1,891)*
Intercept	,162 (3,385)***	3,797 (59,059)***	,161 (3,094)***	,184 (12,574)***
F-test	,335	6,071**	1,696	3,575*
R2	0,001	0,022	0,013	0,013
Adjusted R2	-0,002	0,019	0,005	0,009

* Significant op het 0.10 niveau.

** Significant op het 0.05 niveau.

*** Significant op het 0.01 niveau.

Risico situatie als mediator

Analoog aan de vorige twee besprekingen zal ook hier het model van Baron en Kenny (1986) toegepast worden. De resultaten worden weergegeven in tabel 12 en het getest model wordt door figuur 14 voorgesteld.

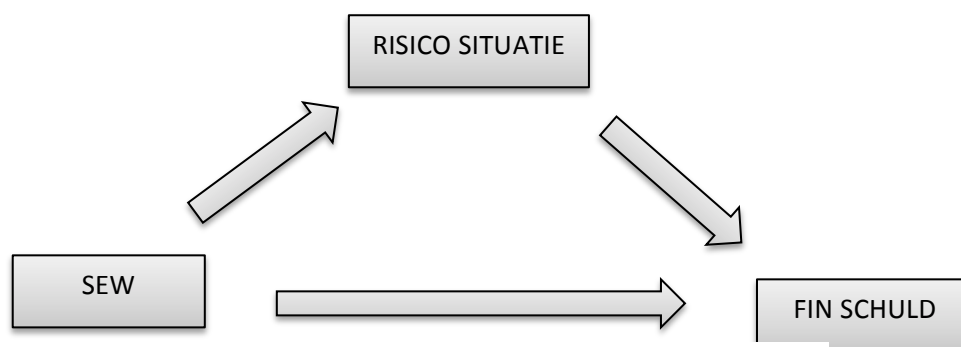


Figure 14: Pad Diagram Risico Situatie

Uit stap één blijkt er zoals verwacht geen relatie te bestaan tussen SEW en de financiële schuldgraad. Verder toont stap twee aan dat er ook geen significante relatie gevonden kan worden tussen SEW en de risico situatie van een familiebedrijf. Hierdoor worden zowel het directe pad als het indirecte pad onmogelijk waardoor geen mediatie kan bestaan. Met andere woorden betekent dit dat **hypothese 4** niet ondersteunt kan worden en bijgevolg verworpen wordt.

Tabel 12: Regressieresultaten Risico Situatie

	Stap1	Stap2	Stap3
Financiële schuldgraad	Afhankelijke var	-	Afhankelijke var
SEW	,007 (,579)	Afhankelijke var	,009 (,738)
Risico_situatie	-	-,08 (-,66)	,09 (3,647)***
Intercept	,162 (3,385)***	3,719 (63,711)***	,135 (2,838)***
F-test	,335	,435	6,825***
R2	0,001	0,002	0,048
Adjusted R2	-0,002	-0,002	0,041

* Significant op het 0.10 niveau.

** Significant op het 0.05 niveau.

*** Significant op het 0.01 niveau.

Externe aandeelhouders als mediator

De laatste mediator die hier getest zal worden is Ext_aandeelh. Deze variabele geeft weer of een familiebedrijf in handen is van enkel familiale aandeelhouders of ook van externe niet-familiale aandeelhouders. In figuur 15 wordt de geteste mediatie voorgesteld en in tabel 13 worden de regressieresultaten van dit model weergegeven.

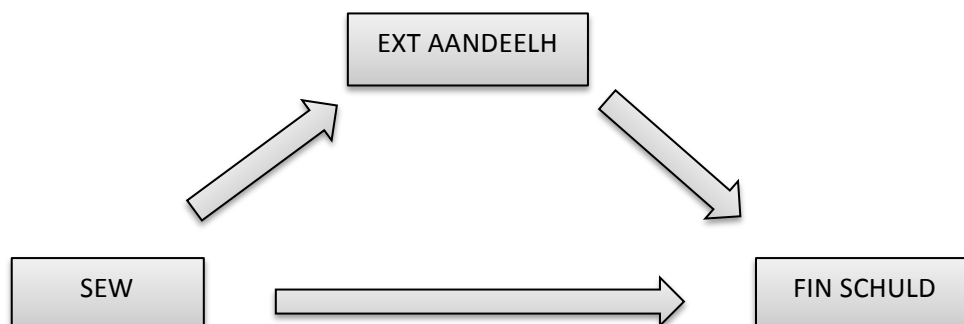


Figure 15: Pad Diagram Externe Aandeelhouders

Uit tabel 13 blijkt natuurlijk dat er geen relatie bestaat tussen SEW en de financiële schuldgraad. Toch is het ook hier aangewezen om de analyse verder te zetten zodat indirecte effecten opgespoord kunnen worden. Stap twee geeft immers aan dat er een negatief significante relatie, op het 5% significantieniveau, bestaat tussen SEW en het feit of een familiebedrijf beschikt over externe aandeelhouders. Dit resultaat is in lijn met de theorie besproken in sectie 4.3. Wanneer er gekeken wordt naar de relatie tussen de mediator en de afhankelijke variabelen kan echter geen significante relatie vastgesteld worden waardoor er geen sprake is van een indirect effect. Volgens deze resultaten hebben externe aandeelhouders in een familiebedrijf geen mediërend effect waardoor **hypothese 5** verworpen wordt.

Tabel 13: Regressieresultaten Externe Aandeelhouders

	Stap1	Stap2	Stap3
Financiële schuldgraad	Afhankelijke var	-	Afhankelijke var
SEW	,007 (.579)	Afhankelijke var	,007 (.517)
Ext_aandeelh	-	-,392 (-2,285)**	,04 (1,133)
Intercept	,162 (3,385)***	3,725 (67,396)***	,157 (3,151)***
F-test	,335	5,222**	,705
R2	0,001	0,02	0,006
Adjusted R2	-0,002	0,016	-0,002

* Significant op het 0.10 niveau.

** Significant op het 0.05 niveau.

*** Significant op het 0.01 niveau.

7.2.3 Governance van de familie versus het gebruik van schulden

Teneinde hypothesen 7 en 8 te testen zal er gebruik gemaakt worden van een regressieanalyse waarin de interactieterm Niet_actief x Fam_gov opgenomen wordt. Natuurlijk geldt als afhankelijke variabele nog steeds de financiële schuldgraad en als onafhankelijke variabelen de klassieke determinanten van de kapitaalstructuur die reeds in de regressieanalyses van sectie 7.2.1 gebruikt werden. De gebruikte determinanten in onderstaande regressie zijn die van regressie 7 in sectie 7.2.1 aangezien deze het meeste variantie konden verklaren. Verder werden ook de sectordummy's toegevoegd aan de regressie. Uiteraard werd één sector dummy verwijderd uit de analyse teneinde

de dummy trap te vermijden. Hiernaast is nog een variabele Niet_actief als onafhankelijke variabele opgenomen teneinde het agency conflict, voorgesteld in sectie 5.3, te kunnen incorporeren in het model. Wanneer deze binaire variabele gelijk is aan één betekent dit immers dat er niet-actieve familieleden aanwezig zijn in het familiebedrijf waardoor er een agency conflict kan ontstaan tussen de niet- en wel actieve familieleden. Zoals hierboven reeds aangegeven is zal een interactieterm opgenomen worden. Deze toont aan of een bedrijf te maken heeft met een agency conflict én gebruik maakt van familiale governance mechanismen. De gebruikte methode om het modererende effect van fam_gov op te nemen in deze regressie is de "base approach" voorgesteld door Yip en Tsang (2007). De basis is hier een familiebedrijf waarin enkel actieve familieleden zijn en die geen gebruik maken van enige vorm van familiale governance mechanismen (en actief in sector één). Aangezien het gebruik van familiale governance mechanismen in familiebedrijven waar geen agency conflict bestaat irrelevant is in het kader van het bepalen van de financiële schuldgraad is de variabele fam_gov op zichzelf uit de regressieanalyse gelaten. Merk tevens op dat er reeds in de correlatieanalyse van sectie 7.1.2 geen enkel verband kon gevonden worden tussen deze twee variabelen. De regressieresultaten zijn opgenomen in tabel 14.

Tabel 14: Regressieresultaten Familiale Governance Mechanismen

	Financiële schuldgraad
Niet_actief	,125 (2,032)**
Niet_actief x Fam_gov	-,111 (-1,767)*
ROA	-,166 (-2,84)***
LnBalanstot	,185 (2,931)***
LnLeeftijd	-,167 (-2,784)***
LnActivastructuur	,316 (5,354)***
Sector1	-
Sector2	-,064 (-,989)
Sector3	,028 (,439)
Sector4	-,054 (-,826)
Sector5	-,127 (-1,99)**
Intercept	(3,267)***
F-test	6,155***
R2	0,196
Adjusted R2	0,164

* Significant op het 0.10 niveau.

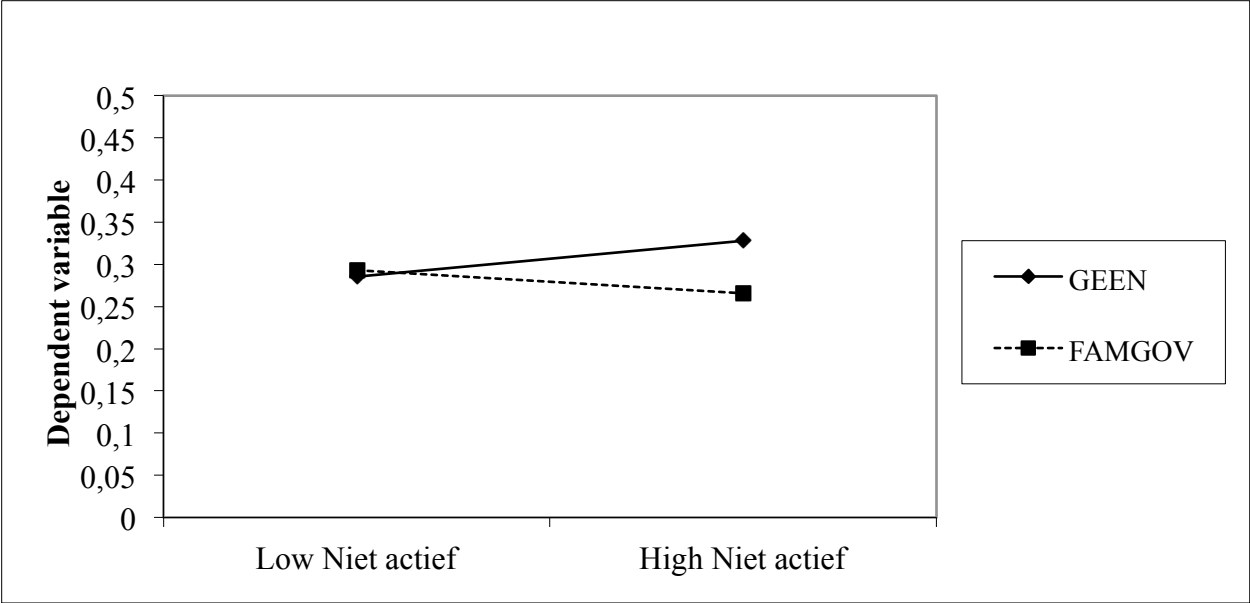
** Significant op het 0.05 niveau.

*** Significant op het 0.01 niveau.

Uit tabel 14 blijkt dat de determinanten van de kapitaalstructuur zoals verwacht een significante relatie vertonen met de financiële schuldgraad. Zo is de ROA, als proxy van interne middelen, significant negatief gerelateerd aan de financiële schuldgraad. De grootte van een familiebedrijf, gemeten door de proxy LnBalanstot, is significant (op het 1% significantieniveau) positief gerelateerd aan de schuldgraad. Ook de activastructuur is significant positief gerelateerd aan de schuldgraad. De laatste klassieke determinant van de kapitaalstructuur, namelijk de leeftijd van een familiebedrijf, is zoals reeds in sectie 7.2.1 geconstateerd werd, significant negatief gerelateerd aan de financiële schuldgraad. Deze vier determinanten zijn allen significant op het 1% significantieniveau. Bovendien blijken alle VIF-waarden onder drie te zijn waardoor er van multicollineariteit problemen geen sprake is. Er wordt ook opgemerkt dat enkel de regressiecoëfficiënt van sectordummy vijf significant is en dit op het 5% significantieniveau.

Tenslotte blijkt uit tabel 14 dat de onafhankelijke variabele die aangeeft of er sprake is van een agency conflict, namelijk Niet_actief, een significant positieve relatie heeft met de financiële schuldgraad. Dit is in lijn met de verwachtingen uiteengezet in sectie 5.3. De relatie is bovendien significant op het 5% significantieniveau waardoor **hypothese 7** aanvaard wordt. Hiernaast is ook de interactieterm Niet_actief x Fam_gov significant op het 10% significantieniveau met een t-waarde van -1,767 en een p-waarde van 0,079. De regressiecoëfficiënt is zoals verwacht negatief wat er op neerkomt dat wanneer familiebedrijven gebruik maken van familiale governance mechanismen zij minder nood hebben aan een hogere schuldgraad. Familiale governance mechanismen zoals het familieforum of een familiaal charter werken hier dus modererend. Dit effect wordt ook grafisch weergegeven in figuur 16. Hierop kan men duidelijk zien dat wanneer er geen agency conflict is, namelijk links op figuur 16, het gebruik van familiale governance mechanismen geen effect heeft op de financiële schuldgraad. Daarentegen zal bij een mogelijk agency conflict, dus rechts op figuur 16, wel een verschil optreden tussen het wel of niet gebruiken van familiefora en/of familiale charters. Familiebedrijven die hiervan gebruik maken hanteren een lagere schuldgraad waardoor deze governance mechanismen als substituut kunnen gebruikt worden voor het disciplinerend effect van schulden. Hiermee kan geconcludeerd worden dat **hypothese 8** ondersteund kan worden.

Tenslotte wordt nog eens aangehaald dat hypothesen 6, 6a, 6b en 6c enkel theoretisch behandeld worden en niet empirisch getest kunnen worden binnen deze masterproef.



Figuur 16: Interactie Familiale Governance Mechanismen

DEEL IV Conclusie

In deze masterproef werd getracht een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvraag: Wat is de invloed van familiale aspecten op de schuldgraad van Belgische familiale KMO's?

Teneinde deze familiale aspecten duidelijker in kaart te brengen en een beter antwoord te formuleren op deze onderzoeksvraag werd de centrale onderzoeksvraag opgesplitst in de volgende twee deelvragen:

-Wat is de invloed van het behouden van het familiaal karakter op de vraag naar schulden in Belgische familiale KMO's?

-Wat is de invloed van een familieforum en/of een familiaal charter op de vraag naar schulden in Belgische familiale KMO's?

Om een antwoord te formuleren op deze onderzoeksvragen werd eerst een literatuurstudie uitgevoerd die uitgebreid toegelicht is van hoofdstuk twee tot en met hoofdstuk vijf. Hierin werden dan ook acht hypothesen ontwikkeld waarvan er zeven empirisch getest werden in hoofdstukken zes en zeven. Hieronder worden de verkregen resultaten nader besproken.

Er was geen enkele regressie in staat om de eerste hypothese in deze thesis te ondersteunen. Dit is in tegenstelling tot de verwachtingen uiteengezet in hoofdstuk vier. Daarin werd immers gesteld dat familiebedrijven waarin het behoud van hun socioemotional wealth belangrijk is een lagere schuldgraad zullen hanteren aangezien financiële schulden beperkingen kunnen opleggen die haaks staan op de socioemotional wealth van familiale bestuurders. De reden voor deze vaststelling kan zijn dat de familiebedrijven in deze steekproef deze beperkingen niet als een probleem zien en dat deze nauwelijks tot familiale conflicten leiden. Op die manier wordt de SEW dan ook niet aangetast (Gomez-Mejia et al., 2011). Merk op dat de beperkingsclausules in 2003 mogelijk minder streng waren aangezien de dan geldende Basel-normen nog weinig restrictief waren. Op dat moment waren de Basel I normen van toepassing. Banken waren op dat moment mogelijk meer flexibel om kredieten te verlenen en legden hierbij geen sterk beperkende voorwaarden op. Hiertoe is het interessant om deze studie opnieuw uit te voeren met recentere data zodat de striktere Basel II en Basel III normen van toepassing zijn. Door de strengere controle van de banken na de financiële crisis van 2008 zouden de voorwaarden voor familiebedrijven (vaak gezien als een risicogroep omdat het familiebedrijf vaak steunt op één actief en bekwaam familielid) immers strenger kunnen geworden zijn.

Hiernaast is het belangrijk dat de gebruikte schaal voor SEW juist meet wat het moet meten. Theoretisch werd er een schaal voorgesteld door Berrone et al. (2012) bestaande uit vijf dimensies zoals in sectie 4.2 uiteengezet is. Deze schaal is echter nog niet voldoende getest en is daarom relatief nieuw en onbetrouwbaar. De SEW-schaal die in dit onderzoek gebruikt werd bevat inderdaad bouwstenen van de dimensies voorgesteld door Berrone et al. (2012), doch heeft ook deze schaal mogelijk nog meetproblemen aangezien het ook relatief nieuw is. Deze schaal werd voor het eerst toegepast door Goel, Voordeckers, Van Gils en Van den Heuvel (2012). De overeenkomende dimensies zijn de controle en invloed op het familiebedrijf, de emotionele verbondenheid van familieleden en de vernieuwing van familiebanden doorheen de dynastie. Een raffinering van de SEW schaal lijkt dus aangewezen in de toekomst. Mogelijk kan dan wel het verband tussen SEW en de financiële schuldgraad aangetoond worden.

Uiteraard kan voor de meeste voorgestelde mediators geen significant effect gevonden worden indien het rechtstreeks verband tussen SEW en de financiële schuldgraad niet aangetoond kan worden. Toch is het interessant om te zien dat de relatie tussen SEW en de meeste mediators inderdaad bestaat. Zo zijn familiebedrijven in latere generaties minder bezig met het behouden van hun SEW zoals voorgesteld werd door Gomez-Mejia et al., (2011). Dit is uiteraard te verwachten aangezien een grotere familie zorgt voor een meer verdeeld aandeelhouderschap en dus ook minder rechtstreeks contact tussen de familie en het familiebedrijf. Hierdoor zal de affiniteit van de familie met het familiebedrijf dalen. Verder kon er ook een relatie gevonden worden tussen SEW en de aanwezigheid van een externe aandeelhouder in het familiebedrijf. Gomez-Mejia et al. (2011) vonden reeds ondersteuning voor deze relatie. Zij concludeerden immers dat naargelang er meer institutionele investeerders aanwezig waren in een familiebedrijf hoe lager de drang naar het behouden van SEW was. Uiteraard zijn institutionele investeerders meer gericht op enkel financiële doelstellingen en dit eerder op korte dan op lange termijn.

Overigens kon geen relatie gevonden worden tussen SEW en het feit of een familiebedrijf zich in een risicovolle situatie bevond. Een beter aangepaste maatstaf voor het bepalen of een bedrijf zich in een risicovolle situatie bevindt is aan te raden. Het gebruik van winst als maatstaf is niet goed genoeg. Een bedrijf kan immers in goede papieren zitten wanneer het geen winst maakt en in slechte papieren wanneer het wel winst maakt. Denk hier maar aan winstgevendende bedrijven met cash flow problemen. Panel data zou hier een goede oplossing kunnen zijn. Op die manier kan gekeken worden naar de evolutie doorheen de tijd per bedrijf qua financiële prestaties. Familiebedrijven die echt in een risicovolle situatie zitten kunnen dan beter opgespoord worden.

Hiernaast kon nog een indirect effect van SEW op de financiële schuldgraad gevonden worden wanneer men een onderscheid maakt tussen kleine en grote bedrijven. Wel is het hierbij belangrijk te kijken naar het personeelsbestand van een onderneming om de grootte te bepalen. SEW is immers een abstract en emotioneel concept dat ervaren wordt door mensen. Blijkbaar heeft het balanstotaal als dusdanig geen invloed op SEW terwijl het aantal werknemers dit wel heeft. Dit kan zo zijn doordat hoe groter een bedrijf is, hoe meer werknemers het heeft en hoe meer niet-familiale werknemers belangrijke posities in het familiebedrijf krijgen die dan weer minder gedreven zijn door niet-economische doelen. Dit is in lijn met de redenering van Gomez-Mejia et al. (2011), alleen dat zij het niet baseren op de werknemers maar simpelweg op de grootte van een familiebedrijf en haar neiging om joint-ventures aan te gaan.

Tenslotte kon ondersteuning gevonden worden voor de laatste twee hypothesen. Deze stellen namelijk dat schulden een disciplinerend effect hebben voor het agency conflict tussen actieve en niet-actieve familiale aandeelhouders. Het agency conflict bestaat doordat actieve familiale aandeelhouders zichzelf zouden kunnen verrijken door misbruik te maken van hun bestuurdersfunctie, en dit ten koste van de overige niet-actieve familiale aandeelhouders. Uit dit empirisch onderzoek blijkt dat governance van de familie door het gebruik van familiefora en/of familiale charters als substituut kan werken voor het disciplinerend effect van de schulden. Een familieforum en een familiaal charter zorgt immers voor een goede communicatie tussen de familie en het familiebedrijf (Eckrich & McClure, 2012). Hiermee kunnen de noden van de familie op een formele manier gecommuniceerd worden aan het familiebedrijf. Omgekeerd kan ook uitgelegd worden aan de familie waarvoor overvloedige cash gebruikt zal worden. Het vormt dus ook een oplossing voor het agency conflict tussen de actieve de niet-actieve familiale aandeelhouders. Ook Michiels, Voordeckers, Lybaert en Steijvers (working paper) kwamen tot gelijkaardige conclusies in hun onderzoek naar het gebruik van dividenden als disciplinerend effect. In dit onderzoek werd immers ontdekt dat wanneer gebruik gemaakt werd van familiale governance mechanismen dit het uitbetalen van dividenden ook beïnvloedde.

Op basis van deze empirische resultaten wordt hieronder een duidelijk antwoord geformuleerd op de twee deelvragen van deze thesis.

Zo blijkt voor de eerste deelvraag dat het effect van het behouden van het familiaal karakter, omschreven onder het begrip socioemotional wealth (SEW), geen invloed heeft op de vraag naar schulden in Belgische familiale KMO's. Dit is in tegenstelling tot de verwachtingen die gebaseerd zijn op de literatuurstudie. Hierin werd een duidelijk negatief verband verwacht tussen SEW en de financiële schuldgraad van familiebedrijven. Financiële schulden beperken immers de SEW van de familie door de

opgelegde beperkingen in controle en in het extreme geval van faillissement zelfs het totale verlies van het familiebedrijf en de hiermee gepaard gaande SEW.

Het antwoord op de tweede deelvraag is dat familiale governance mechanismen zoals het familieforum en/of het familiaal charter wel degelijk een invloed hebben op de vraag naar schulden in Belgische familiale KMO's wanneer er zich een mogelijk agency conflict kan voordoen tussen de actieve en niet-actieve familiale aandeelhouders. Deze familiale governance mechanismen blijken te fungeren als een substituut van schulden. Schulden dienen in deze context verstaan te worden als een disciplinerend middel voor de cash flow van het familiebedrijf teneinde het agency conflict te verminderen en zo de belangen van actieve en niet-actieve familiale aandeelhouders op één lijn te brengen.

Ook is het belangrijk de tekortkomingen van dit onderzoek onder ogen te zien. Dit onderzoek is immers gebaseerd op Belgische bedrijven. Dit betekent dat de resultaten van deze masterproef niet noodzakelijk gelden in andere landen. In België worden immers zeer veel inspanningen gedaan om KMO's financieel te ondersteunen. En aangezien in België de meeste familiebedrijven KMO's zijn kan dit van invloed zijn op de schuldgraad van Belgische familiebedrijven. Voorbeelden van deze initiatieven zijn het BAN Vlaanderen, het Participatiefonds, de Limburgse reconversie maatschappij (LRM) en de Participatie Maatschappij Vlaanderen. Hiernaast is er ook nog een KMO-portefeuille opgericht voor subsidies inzake opleiding, strategisch advies, internationaal ondernemen advies en technologieverkenning.

Verder is het onderzoek gebaseerd op een dataset van 2003. Het is dan ook interessant om dit onderzoek opnieuw uit te voeren met recentere data zodat het effect van de financiële crisis van 2008 kan opgenomen worden, zoals bovenaan in deze sectie reeds uiteengezet werd. Ook kan het gebruik van een familieforum en een familiaal charter bij familiebedrijven ondertussen gestegen zijn door alle sensibiliseringsmaatregelen die in de probleemstelling reeds aangehaald werden. Dit zou natuurlijk een grote meerwaarde betekenen voor dit onderzoek.

Voor de hypothesen rond het gebruik van een familieforum en/of een familiaal charter als middel om de agency kosten tussen kapitaalverschaffers en familiale bestuurders te verminderen kon geen empirisch onderzoek uitgevoerd worden. Desalniettemin blijven deze hypothesen theoretisch geldig en kunnen zij dienen in een toekomstig onderzoek naar de succesfactoren voor familiebedrijven om kredieten te verkrijgen of in het kader van kredietrantsoeneringsonderzoek. Hiervoor zou dan bijvoorbeeld ook rekening moeten gehouden worden met persoonlijke en zakelijke waarborgen (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Zaken zoals de intrestvoet waaraan kredieten verleend werden zouden dan uiteraard ook opgenomen moeten worden in de data.

Tenslotte draagt dit onderzoek niet enkel bij tot de academische literatuur maar heeft het ook een aantal belangrijke praktische implicaties voor financiële instellingen en consultancybedrijven in het bijzonder. Financiële instellingen kunnen dankzij de resultaten van dit onderzoek immers beter begrijpen hoe familiebedrijven (een belangrijke klantengroep voor banken) redeneren en hun keuzes maken inzake het aangaan van kredieten. Dit betekent concreet dat een financiële instelling in haar kredietvoorwaarden beter rekening zou kunnen houden met de noden van de familie die hier besproken werden en op die manier deze klantengroep beter bedienen. In het kader van deze masterproef gaat het hier over de nood om de controle over het familiebedrijf te bewaren en de nood van niet-actieve familieleden om actieve familieleden te disciplineren. Dit disciplineren kan, zoals aangetoond wordt in dit onderzoek, ook door het opzetten van een familieforum en/of een familiaal charter gebeuren. Dit betekent uiteraard een belangrijk concurrentieel substituut voor bankleningen waardoor financiële instellingen alle belang hebben hiervan op de hoogte te zijn.

Onder consultancybedrijven wordt, in deze context, verstaan de big four (bedrijfsrevisoren), die zelf ook dienstverlening op het gebied van familiale opvolging geven aan familiebedrijven, maar ook ondernemersplatformen en andere initiatieven op het vlak van raadgeving aan familiebedrijven. Uit dit onderzoek kan geconcludeerd worden dat familiefora en familiale charters belangrijk kunnen zijn in het disciplineren van familieleden in familiebedrijven. Dit impliceert dat consultancybedrijven deze knowhow, meer bepaald deze toepassing van familiale governance, kunnen communiceren naar hun klanten, de familiebedrijven.

Lijst van geraadpleegde werken

- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* , 68 (2), 263-286.
- Arregle, J.-L., Hitt, M. A., Sirmon, D. G., & Very, P. (2007). The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms . *Journal of Management Studies* , 44 (1), 73-95.
- Astrachan, J. H. (2010). Strategy in family business: Toward a multidimensional research agenda. *Journal of Family Business Strategy* , 1 (1), 6-14.
- Astrachan, J., Klein, S., & Smyrnios, K. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review* , 15 (1), 45-58.
- Bagnoli, M., Liu, H.-T., & Watts, S. (2011). Family firms, debtholder–shareholder agency costs and the use of covenants in private debt. *Annals of Finance* , 7 (4), 477-509.
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of Directors in Family Businesses: A Literature Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews* , 13 (2), 134-152.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management* , 17 (1), 99-121.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* , 51 (6), 1173-1182.
- Beckhard, R., & Dyer, G. W. (1983). Managing continuity in the family-owned business. *Organizational Dynamics* , 12 (1), 5-12.
- Berent-Braun, M., & Uhlaner, L. (2012). Family governance practices and teambuilding: paradox of the enterprising family . *Small Business Economics* , 38 (1), 103-119.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance . *Journal of Business* , 68 (3), 351-381.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research . *Family Business Review* , 25 (3), 258-279.

Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives* , 20 (2), 73-96.

Blanco-Mazagatos, V., De la Fuente-Sabate, J. M., & De Quevedo-Puente, E. (2010). Finance in family firms: generation does matter. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business* , 11 (3), 338-352.

Carney, M. (2005). Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms. *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 29 (3), 249-265.

Chisholm, A. M., & Nielsen, K. (2009). Social Capital and the Resource-Based View of the Firm. *International Studies of Management & Organization* , 39 (2), 7-32.

Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence . *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 28 (4), 335-354.

Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2003). *Current trends and future directions in family business management studies: toward a theory of the family firm*. Coleman foundation and U.S. Association of Small Business and Entrepreneurship.

Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm. *Entrepreneurship Theory and Practice* , 29 (5), 555-576.

Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms . *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 36 (2), 267-293.

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Bergiel, E. B. (2009). An Agency Theoretic Analysis of the Professionalized Family Firm . *Entrepreneurship: Theory and Practice* , 33 (2), 355-372.

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 23 (4), 19-39.

Churchill, N. C., & Hatten, K. J. (1987). Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power: A Research Framework for Family Businesses. *American Journal of Small Business* , 12 (2), 53-66.

Craig, J. B., Dibrell, C., & Davis, P. S. (2008). Leveraging family-based brand identity to enhance firm competitiveness and performance in family businesses . *Journal of Small Business Management* , 46 (3), 351-371.

Davis, P., & Harveston, P. (1999). In the Founder's Shadow: Conflict in the Family Firm. *Family Business Review* , 12 (4), 311-323.

- Donckels, R., & Frölich, E. (1991). Are Family Businesses Really Different? European Experiences from STRATOS. *Family Business Review* , 4 (2), 149-160.
- Dreux, D. (1990). FINANCING FAMILY BUSINESS: ALTERNATIVES TO SELLING OUT OR GOING PUBLIC. *Family Business Review* , 3 (3), 225-243.
- Eckrich, C. J., & McClure, S. L. (2012). *The family council handbook*. New York: Palgrave Macmillan.
- Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2007). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing* , 22 (4), 545-565.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). SEPARATION OF OWNERSHIP AND CONTROL . *Journal of Law & Economics* , 26 (2), 301-326.
- Gargiulo, M., & Benassi, M. (2000). Trapped in Your Own Net? Network Cohesion, Structural Holes, and the Adaptation of Social Capital. *Organization Science* , 11 (2), 183-196.
- Goel, S., Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2012, August). CEO's empathy and salience of socioemotional wealth in family SMEs – The moderating role of external directors. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal* , 1-24.
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The Bind that Ties: Socioemotional Wealth Preservation in Family Firms. *The Academy of Management Annals* , 5 (1), 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills . *Administrative Science Quarterly* , 52 (1), 106-137.
- Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantage of Family Firms. *Family Business Review* , XII (1), 1-25.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting* , 31 (5/6), 711-728.
- Handler, W. C. (1989). Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses. *Family Business Review* , 2 (3), 257-276.
- Holt, D. T., Rutherford, M. W., & Kuratko, D. F. (2010). Advancing the Field of Family Business Research: Further Testing the Measurement Properties of the F-PEC. *Family Business Review* , XXIII (1), 76-88.

- Holt, D., Rutherford, M., & Kuratko, D. (2010). Advancing the Field of Family Business Research: Further Testing the Measurement Properties of the F-PEC. *Family Business Review* , 23 (1), 76-88.
- IFERA. (2003). Family Businesses Dominate. *Family Business Review* , 16 (4), 235-240.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies . *Journal of Financial & Quantitative Analysis* , 27 (2), 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers . *American Economic Review* , 76 (2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , 3 (4), 305-360.
- Kets de Vries, M. F. (1993). The Dynamics of Family Controlled Firms: The Good and the Bad News . *Organizational Dynamics* , 21 (3), 59-71.
- Klein, S. B., Astrachan, J. H., & Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory. *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 29 (3), 321-339.
- Koropp, C., Grichnik, D., & Kellermanns, F. (2013). Financial Attitudes in Family Firms: The Moderating Role of Family Commitment. *Journal of Small Business Management* , 51 (1), 114-137.
- Lauterbach, B., & Vaninsky, A. (1999). Ownership structure and firm performance: Evidence from Israel. *Journal of Management & Governance* , 3 (2), 189-201.
- Laveren, E., Engelen, P.-J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2004). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen-Oxford: Intersentia.
- Laveren, E., Engelen, P.-J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2009). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen-Oxford: Intersentia.
- Levinson, H. (1971). Conflicts that plague family businesses. *Harvard Business Review* , 49 (2), 90-98.
- Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., & Dino, R. N. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior* , 26 (3), 313-330.
- López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review* , 20 (4), 269-287.

mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics* , 35 (3), 357-375.

McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value . *Journal of Small Business Management* , 39 (1), 31-49.

McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management* , 39 (1), 31-49.

Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (Working Paper). Dividends and Family Governance Practices in Private Family Firms .

Miller, D., Steier, L., & Le Breton-Miller, I. (2003). Lost in time: intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of Business Venturing* , 18 (4), 513-532.

Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 23 (4), 53-64.

Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family Business Succession and Its Impact on Financial Structure and Performance. *Family Business Review* , 23 (2), 131-147.

Mustakallio, M., Autio, E., & Zahra, S. (2002). Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making . *Family Business Review* , 15 (3), 205-222.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance* , 39 (3), 575-592.

MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* , 13 (2), 187-221.

Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review* , 23 (2), 242-266.

Pearson, A. W., Carr, J. C., & Shaw, J. C. (2008). Toward a Theory of Familiness: A Social Capital Perspective. *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 32 (6), 949-969.

Poutziouris, Z. P. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy . *Family Business Review* , 14 (3), 277-291.

Raedts, M., & Masui, C. (2007). *Van vraag tot tekst*. Leuven: Acco.

- Rantanen, N., & Jussila, I. (2011). F-CPO: A collective psychological ownership approach to capturing realized family influence on business . *Journal of Family Business Strategy* , II (3), 139-150.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. (2000). CAPITAL STRUCTURE DECISION MAKING: A MODEL FOR FAMILY BUSINESS. *Journal of Business Venturing* , 16 (3), 285-310.
- Rutherford, M. W., Kuratko, D. F., & Holt, D. T. (2008). Examining the Link Between "Familianness" and Performance: Can the F-PEC Untangle the Family Business Theory Jungle? . *Entrepreneurship Theory and Practice* , 32 (6), 1089-1109.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing* , 18 (4), 473-491.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science* , 12 (2), 99-116.
- Shanker, M., & Astrachan, J. (1996). Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy- A Framework for Assessing Family Business Statistics. *Family Business Review* , 9 (2), 107-123.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., Pablo, A. L., & Chua, J. H. (2001). Determinants of Initial Satisfaction with the Succession Process in Family Firms: A Conceptual Model. *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 25 (3), 17-36.
- Siebels, J.-F., & zu Knyphausen-Aufseß, D. (2012). A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance . *International Journal of Management Reviews* , 14 (3), 280-304.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms . *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 27 (4), 339-358.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009b). COLLATERAL AND CREDIT RATIONING: A REVIEW OF RECENT EMPIRICAL STUDIES AS A GUIDE FOR FUTURE RESEARCH. *Journal of Economic Surveys* , 23 (5), 924-946.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009a). Private Family Ownership and the Agency Costs of Debt. *Family Business Review* , 22 (4), 333-346.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review* , 71 (3), 393-410.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2007). *Introduction to Econometrics* (2nd ed.). Boston, Massachusetts: Pearson/Addison Wesley.

Sundaramurthy, C., & Kreiner, G. E. (2008). Governing by Managing Identity Boundaries: The Case of Family Businesses . *Entrepreneurship: Theory & Practice* , 32 (3), 415-436.

Swamy, V. (2011). Corporate Governance and Firm Performance in Unlisted Family Owned Firms. *International Journal of Business Insights & Transformation* , IV (2), 37-52.

Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review* , 9 (2), 199-208.

Tirole, J. (2001). CORPORATE GOVERNANCE. *Econometrica* , 69 (1), 1-35.

Van den Berghe, L., & Carchon, S. (2002). Corporate Governance Practices in Flemish Family Businesses. *Corporate Governance: An International Review* , X (3), 225-245.

Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2003). *Governance in het Vlaamse familiebedrijf*. Limburg: Instituut voor het Familiebedrijf.

Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2007). Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms. *Journal of Small Business Management* , 45 (1), 137-156.

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

Yip, P. S., & Tsang, E. W. (2007). Interpreting dummy variables and their interaction effects in strategy research . *Strategic Organization* , 5 (1), 13-30.

Zellweger, T. M., Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2010). Exploring the concept of familiness: Introducing family firm identity. *Journal of Family Business Strategy* , I (1), 54-63.

ZHAO, X., LYNCH JR., J. G., & CHEN, Q. (2010). Reconsidering Baron and Kenny: Myths and Truths about Mediation Analysis. *Journal of Consumer Research* , 37 (2), 197-206.

Bijlage 1

Table 1. A Set of Proposed Survey Items to Measure Various SEW Dimensions

SEW dimensions and representative studies	Proposed items
Family Control and Influence: Lee and Rogoff (1996), Klein, Astrachan, and Smyrniotis (2005)	<p>The majority of the shares in my family business are owned by family members.</p> <p>In my family business, family members exert control over the company's strategic decisions.</p> <p>In my family business, most executive positions are occupied by family members.</p> <p>In my family business, nonfamily managers and directors are named by family members.</p> <p>The board of directors is mainly composed of family members.</p> <p>Preservation of family control and independence are important goals for my family business.</p>
Identification of Family Members With the Firm: O'Reilly and Chatman (1986), Allen and Meyer (1990), Carlock and Ward (2001), Klein et al. (2005)	<p>Family members have a strong sense of belonging to my family business.</p> <p>Family members feel that the family business's success is their own success.</p> <p>My family business has a great deal of personal meaning for family members.</p> <p>Being a member of the family business helps define who we are.</p> <p>Family members are proud to tell others that we are part of the family business.</p> <p>Customers often associate the family name with the family business's products and services.</p>
Binding Social Ties: Miller and Le Breton-Miller (2005), Miller, Jangwoo, Sooduck, and Le Breton-Miller (2009), Cruz et al. (2010)	<p>My family business is very active in promoting social activities at the community level.</p> <p>In my family business, nonfamily employees are treated as part of the family.</p> <p>In my family business, contractual relationships are mainly based on trust and norms of reciprocity.</p> <p>Building strong relationships with other institutions (i.e., other companies, professional associations, government agents, etc.) is important for my family business.</p> <p>Contracts with suppliers are based on enduring long-term relationships in my family business.</p>
Emotional Attachment of Family Members: O'Reilly and Chatman (1986), Allen and Meyer (1990), Carlock and Ward (2001), Eddleston and Kellermans (2007)	<p>Emotions and sentiments often affect decision-making processes in my family business.</p> <p>Protecting the welfare of family members is critical to us, apart from personal contributions to the business.</p> <p>In my family business, the emotional bonds between family members are very strong.</p> <p>In my family business, affective considerations are often as important as economic considerations.</p> <p>Strong emotional ties among family members help us maintain a positive self-concept.</p> <p>In my family business, family members feel warmth for each other.</p>

Table 1. (continued)

SEW dimensions and representative studies	Proposed items
Renewal of Family Bonds Through Dynastic Succession: Lee and Rogoff (1996), Zellweger, Kellermans, Chrisman, and Chua (2011)	Continuing the family legacy and tradition is an important goal for my family business. Family owners are less likely to evaluate their investment on a short-term basis. Family members would be unlikely to consider selling the family business. Successful business transfer to the next generation is an important goal for family members.

Note. SEW = socioemotional wealth.

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

De invloed van familiale aspecten op de vraag naar schulden van familiale KMO's

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

Boden, Christophe

Datum: **2/06/2013**