

2013•2014
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

De invloed van "financial slack" op het risicogedrag van familiebedrijven

Promotor :
dr. Jolien HUYBRECHTS

Michiel Timmermans
*Proefschrift ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen*

2013•2014

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

De invloed van "financial slack" op het risicogedrag van
familiebedrijven

Promotor :
dr. Jolien HUYBRECHTS

Michiel Timmermans

*Proefschrift ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen*

Woord vooraf

Deze masterproef geldt als de laatste uitdaging voor het afsluiten van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Het was een werk van lange adem en heeft veel tijd en moeite gekost. Daarom wil ik van deze mogelijkheid gebruik maken om enkele mensen, die me gaandeweg hebben bijgestaan bij het voltooien van deze masterproef, te bedanken.

Allereerst wil ik mijn promotor, Dr. Jolien Huybrechts, bedanken voor de tijd die zij heeft vrijgemaakt om onder andere mijn vragen te beantwoorden, teksten na te lezen en suggesties te geven. Dankzij haar ben ik tot belangrijke inzichten gekomen die essentieel waren voor deze masterproef.

Daarnaast wil ik mijn ouders bedanken voor de steun tijdens het tot stand brengen van deze masterproef en natuurlijk voor de kansen die zij mij hebben geboden om mijn opleiding TEW aan te vatten.

Tot slot wens ik mijn vriendin nog te bedanken voor de emotionele en mentale steun.

Samenvatting

Met deze masterproef zal worden bijgedragen aan het reeds bestaande onderzoek naar familiebedrijven. We zullen ons specifiek richten op het risicogedrag van familiebedrijven en of dit risicogedrag al dan niet verschillend is van het risicogedrag van niet-familiale bedrijven. Uniek aan deze masterproef is dat we ons concentreren op financial slack en de manier waarop financial slack het risicogedrag van familiebedrijven kan beïnvloeden.

In totaal beslaat deze masterproef acht hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt de probleemstelling voorgesteld. De hoofdstukken twee tot en met vijf zijn opgebouwd op basis van de literatuurstudie en bevatten ook de hypotheseontwikkeling. Hoofdstuk zes gaat dieper in op het onderzoeksopzet en in hoofdstuk zeven worden onder andere de resultaten uit het empirisch onderzoek voorgesteld. Tot slot komen in hoofdstuk acht de conclusies aan bod en bespreken we de implicaties van ons onderzoek voor de praktijk.

De probleemstelling uit hoofdstuk één benadrukt het belang van familiebedrijven voor de Belgische economie, wat één van de belangrijkste redenen is om een beter beeld te krijgen over het risicogedrag van familiebedrijven. Tevens zal ook het conceptuele model worden voorgesteld, waarin we het risicogedrag onderverdelen in drie belangrijke risico's: het entrepreneurial risico, het performance hazard risico en het financieel risico. Deze risico's vormen de rode draad in deze masterproef.

In hoofdstuk twee gaan we dieper in op de definitieproblematiek rond familiebedrijven. Er zijn reeds heel wat studies gepubliceerd omtrent familiebedrijven, vooral de laatste decennia is het onderzoek naar familiebedrijven sterk toegenomen. Maar het is opvallend dat er veel verschillende definities werden gebruikt om familiebedrijven te onderscheiden van andere bedrijven. Dit is natuurlijk nefast voor de vergelijkbaarheid van studies. Vandaar dat de GEEF en de EFB in samenwerking met de Europese Commissie een definitie lanceerden.

Hoofdstuk drie handelt over twee contrasterende visies op familiebedrijven. De agency theorie stelt dat familiebedrijven, ondanks hun overlap in eigendom en management, toch te maken krijgen met agency kosten als gevolg van ouderlijk altruïsme; een fenomeen dat enkel bestaat in familiebedrijven. De resource based view stelt daarentegen dat familiebedrijven net door de interactie tussen de familie en het bedrijf kunnen beschikken over unieke resources. Deze unieke resources zorgen voor competitieve voordelen.

Daarna worden in hoofdstuk vier voor de eerste keer de drie verschillende risico's besproken en worden ook de hypothesen voorgesteld. Zo verwachten we dat familiebedrijven minder entrepreneurial risico nemen dan niet-familiebedrijven, omdat de familieleden vaak grote delen van hun persoonlijk vermogen hebben geïnvesteerd in het bedrijf en dat niet willen verliezen. Anderzijds verwachten we dat familiebedrijven wel meer performance hazard risico nemen om hun socio-emotional wealth (SEW) te beschermen. Tot slot voorzien we dat familiebedrijven eveneens meer financieel risico nemen omdat familieleden hetzelfde niveau van controle wensen te behouden.

In hoofdstuk vijf wordt financial slack geïntroduceerd als mogelijke modererende variabele wat betreft de eerder besproken verwachtingen. We vragen ons eerst echter af of financial slack goed of slecht is voor familiebedrijven. De agency theorie verwacht dat financial slack zorgt voor verspilling en ziet financial slack dus als slecht voor het bedrijf. De resource based view is veel positiever, financial slack kan gezien worden als extra resources die helpen bij het behalen van competitieve voordelen. We verwachten dat de aanwezigheid van financial slack het innovatieve klimaat verhoogt en meer middelen verschaft aan de familieleden om hun SEW te beschermen. Vandaar dat financial slack het nemen van entrepreneurial en performance hazard risico stimuleert. De Pecking Order theorie stelt voorop dat familiebedrijven een voorkeur hebben voor interne middelen als financieringsbron. Daarom verwachten we dat familiebedrijven minder financieel risico nemen indien er financial slack aanwezig is. Impliciet verwachten we dus dat de beschikbare financial slack goed besteed wordt.

Hoofdstuk zes bespreekt het onderzoeksopzet. Eerst zal worden aangehaald hoe de gegevens werden verzameld en geselecteerd via Bel-First. Daarna worden de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen voorgesteld. Vervolgens worden in hoofdstuk zeven de resultaten, met betrekking tot de vooropgestelde verwachtingen, voorgesteld en besproken.

Als laatste komen in het achtste hoofdstuk de conclusies aan bod. De belangrijkste conclusies kunnen getrokken worden in verband met het performance hazard risico. Uit ons onderzoek blijkt namelijk dat familiebedrijven enkel bereid zijn meer performance hazard risico te nemen wanneer daarvoor voldoende middelen (financial slack) aanwezig zijn. Dit is een verfijning van het onderzoek van Gómez-Mejía et al. (2007). Ook zullen we op basis van de resultaten kort enkele implicaties voor de praktijk bespreken.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

1	Probleemstelling.....	- 7 -
1.1	Praktijkprobleem en economische relevantie.....	- 7 -
1.2	Centrale onderzoeksvraag	- 9 -
1.3	Deelvragen.....	- 9 -
1.4	Conceptueel model	- 10 -
1.5	Onderzoeksmethoden	- 11 -
2	Familiebedrijven.....	- 13 -
2.1	Belang voor de economie	- 13 -
2.2	Definitieproblematiek.....	- 13 -
3	Visie op het familiebedrijf : agency theorie vs. resource-based view	- 17 -
3.1	Agency theorie en agency kosten	- 17 -
3.2	Resource-based view (RBV).....	- 21 -
4	Risicogedrag: familiebedrijven vs. niet-familiebedrijven	- 25 -
4.1	Algemeen: risico-aversie?	- 25 -
4.2	Venturing of entrepreneurial risico.....	- 26 -
4.3	Performance hazard risico	- 29 -
4.4	Financieel risico.....	- 30 -
5	Financial slack als modererende variabele	- 33 -
5.1	Algemeen.....	- 33 -
5.2	Is financial slack goed of slecht?	- 34 -
5.3	Financial slack en het entrepreneurial risico	- 36 -
5.4	Financial slack en het performance hazard risico	- 37 -
5.5	Financial slack en het financieel risico	- 38 -

6	Onderzoeksopzet.....	- 41 -
6.1	Dataverzameling	- 41 -
6.2	Variabelen	- 43 -
6.2.1	Afhankelijke variabelen	- 43 -
6.2.2	Onafhankelijke variabelen	- 46 -
6.2.3	Controlevariabelen	- 47 -
7	Empirisch onderzoek.....	- 49 -
7.1	Regressievoorwaarden	- 49 -
7.2	Correlatietabel	- 51 -
7.3	Resultaten meervoudige regressieanalyse	- 53 -
7.3.1	Entrepreneurial risico.....	- 53 -
7.3.2	Performance hazard risico	- 56 -
7.3.3	Financieel risico	- 58 -
8	Conclusies	- 61 -
8.1	Entrepreneurial risico.....	- 61 -
8.2	Performance hazard risico	- 62 -
8.3	Financieel risico.....	- 64 -
8.4	Implicaties voor de praktijk	- 65 -
8.5	Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek	- 66 -
	Lijst van geraadpleegde werken	- 67 -

Bijlagen

1 Probleemstelling

1.1 Praktijkprobleem en economische relevantie

Familiebedrijven zijn zeer belangrijk voor de economie. Ze worden vaak de ruggengraat van onze economie genoemd (Hiebl, 2013). Dit geldt niet alleen voor België, maar voor alle landen wereldwijd.

Het grootste deel van de operationele bedrijven zijn familiebedrijven, zo blijkt dat in België ongeveer 77 procent van de bedrijven beschouwd kan worden als een familiebedrijf. Dit komt neer op zo'n 123 000 familiebedrijven (Lambrecht & Molly, 2011). Het percentage en aantal familiebedrijven is echter afhankelijk van de definitie die gehanteerd wordt. Lambrecht en Molly (2011) gebruiken bijvoorbeeld de definitie van de European Group of Owner Managed and Family Enterprises (GEEF), die meer en meer gebruikt wordt in allerlei internationale studies. Volgens deze definitie is er sprake van een familiebedrijf wanneer de meerderheid van het stemrecht in handen is van de oprichter of eigenaarsfamilie (of 25 procent bij beursgenoteerde bedrijven) en wanneer de familie vertegenwoordigd wordt door ten minste één persoon in de raad van bestuur of het management (Lambrecht & Molly, 2011). Voor andere studies is het louter bezitten van de meerderheid van de aandelen dan weer voldoende om te kwalificeren als een familiebedrijf (Chua, Chrisman & Sharma, 1999).

Ondanks de grote variabiliteit in gehanteerde definities, zijn alle onderzoekers het eens dat familiebedrijven van onschatbare waarde zijn voor de economie (Hiebl, 2013). Dit blijkt duidelijk uit de cijfers. In België bijvoorbeeld stellen de familiebedrijven 1,71 miljoen mensen te werk. Goed voor maar liefst 45 procent van het totale aantal arbeidsplaatsen in België (Lambrecht & Molly, 2011). Daarnaast zijn familiebedrijven verantwoordelijk voor een derde van ons bruto binnenlands product, ongeveer 102 miljard euro (Lambrecht & Molly, 2011).

Moge het duidelijk zijn dat familiebedrijven onmisbaar en zeer belangrijk zijn voor onder andere het creëren van welvaart en het handhaven van de economische groei. Zowel in België als in de rest van de wereld, waar de meeste bedrijven eveneens familiebedrijven zijn. Het is bijgevolg zeer belangrijk om een inzicht te krijgen in het doen en laten van familiebedrijven. Iets wat ook de academische wereld niet ontgaan is.

Het onderzoek naar familiebedrijven neemt de laatste decennia, als gevolg van de groeiende interesse voor familiebedrijven, steeds meer toe (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Dit komt doordat men zich meer en meer realiseert dat familiebedrijven uniek zijn en zich onderscheiden van niet-familiebedrijven (Chua, Chrisman & Sharma, 1999). Uniek in de zin van het kunnen beschikken over middelen en capaciteiten die andere (niet-familiale) bedrijven niet hebben.

Bijgevolg is er onderzoek verricht naar onder andere de relatie tussen familiaal eigenaarschap en risicogedrag. Men vroeg zich bijvoorbeeld af of familiebedrijven meer of minder risico's nemen dan andere bedrijven en men trachtte daarvoor empirisch bewijs te vinden. Risico-avers of niet, het blijft een discussiepunt in de academische literatuur omwille van de vele tegenstrijdige resultaten (Hiebl, 2013). Het merendeel van de auteurs, zoals bijvoorbeeld Naldi, Nordqvist, Sjöberg en Wiklund (2007), komen in hun onderzoek met betrekking tot het risicogedrag van bedrijven tot de conclusie dat familiebedrijven risico-avers zijn en daarom minder risico's nemen dan niet-familiebedrijven. De reden die het meest wordt aangehaald is het feit dat de rijkdom van de familie voor een groot deel geïnvesteerd is in het bedrijf en men daarom een faillissement kost wat kost wil vermijden.

Andere auteurs, met als belangrijkste Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson en Moyano-Fuentes (2007) vinden dan weer het tegenovergestelde. Zij stellen dat familiebedrijven in bepaalde gevallen juist meer risico's nemen dan niet-familiebedrijven. Gómez-Mejía et al. (2007) verwijzen hierbij naar het begrip *socio-emotional wealth* dat zeer belangrijk is voor familieleden. Het gaat hierbij om de niet-financiële aspecten van het bedrijf die de emotionele behoeften van de familie bevredigen, de mate waarin familieleden controle kunnen uitoefenen in het bedrijf en het versterken en behouden van de familiale dynastie (Gómez-Mejía et al., 2007).

Het is duidelijk dat vanuit deze context van tegenstrijdige resultaten het nog steeds academisch zinvol is om de relatie tussen familiaal eigenaarschap en risicogedrag te bestuderen.

Verder zien we dat in de literatuur verschillende variabelen naar voor komen die een invloed kunnen hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. Deze zijn bijvoorbeeld de grootte van het familiebedrijf, de omgeving waarin het familiebedrijf opereert, etc. (Hiebl, 2013).

Onze interesse gaat uit naar de mogelijke rol die financial slack kan hebben met betrekking tot de relatie tussen familiaal eigenaarschap en het risicogedrag van bedrijven, omdat op dit gebied nog maar beperkte literatuur bestaat.

Financial slack kan onder andere gebruikt worden als buffer tegen onverwachte omstandigheden of slechte prestaties (Bourgeois, 1981) en kan op die manier het risicogedrag van familiebedrijven beïnvloeden.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Het onderwerp van deze masterproef valt binnen het onderzoeksgebied omtrent familiebedrijven. De bedoeling is om een beter beeld te krijgen van het risicogedrag van familiebedrijven en de invloed die financial slack kan hebben op de mate waarin familiebedrijven risico's nemen.

Uit het voorgaande blijkt reeds dat dit onderwerp, omwille van tegenstrijdige resultaten, academisch relevant is. De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt:

“Heeft financial slack een invloed op het risicogedrag van familiebedrijven?”

Om een duidelijk antwoord te geven op deze centrale onderzoeksvraag is het noodzakelijk om enkele deelvragen te onderscheiden, alsook om duidelijke definities te verschaffen over de begrippen *financial slack*, *familiebedrijven* en *risicogedrag*. We starten alvast met het voorstellen van de deelvragen. Het beschrijven van de belangrijkste begrippen komt later aan bod.

1.3 Deelvragen

Het is de bedoeling dat er eerst wordt onderzocht in welke mate familiebedrijven bepaalde risico's nemen om daarna na te gaan of de aanwezigheid van financial slack het risicogedrag van familiebedrijven kan beïnvloeden. Er zijn bijgevolg twee deelvragen die we onderscheiden:

- 1) Nemen familiebedrijven minder risico's dan niet-familiebedrijven? Zijn ze met andere woorden meer risico-avers?
- 2) Kan financial slack een mogelijke verklaring zijn voor het verschil in risicogedrag tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven? Is financial slack m.a.w. een modererende variabele met betrekking tot de relatie tussen familiaal eigenaarschap en risicogedrag?

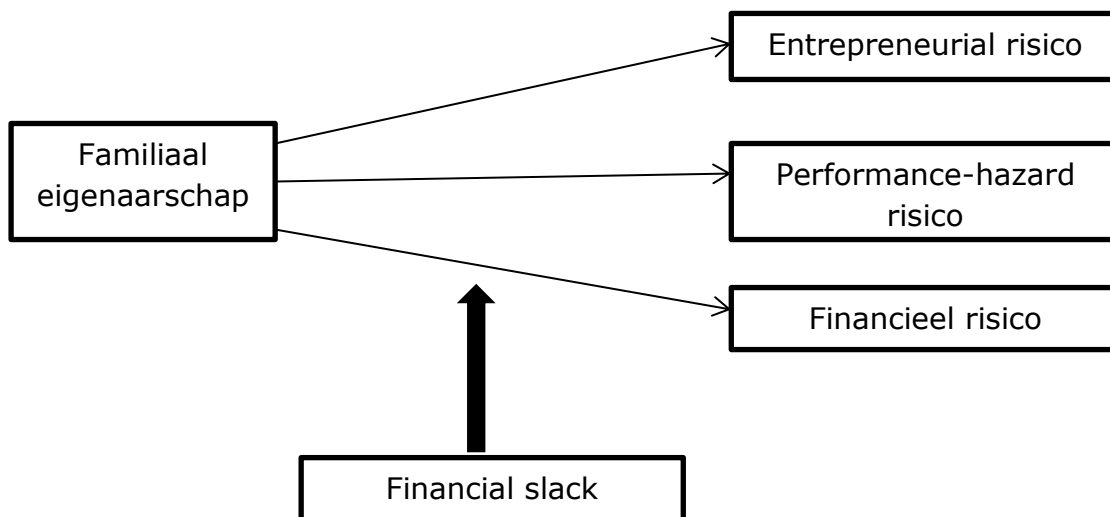
1.4 Conceptueel model

Het conceptueel model geeft een visuele voorstelling van de onderzoeksvragen en bevat de belangrijkste begrippen. Het risicogedrag wordt onderverdeeld in drie risico's: het entrepreneurial of venturing risico, het performance hazard risico en het financieel risico. Er is in deze masterproef sprake van een familiebedrijf als voldaan wordt aan één of meerdere voorwaarden die geïntroduceerd werden door Steijvers (2006). Deze voorwaarden zijn opgenomen in hoofdstuk zes.

De dunne zwarte pijlen vertegenwoordigen de eerste deelvraag. We zullen nagaan of familiebedrijven meer of minder entrepreneurial, performance hazard en financieel risico nemen dan niet-familiebedrijven.

De dikke zwarte pijl verwijst naar de mogelijke modererende invloed die financial slack kan hebben op het risicogedrag van familiebedrijven en is bijgevolg een visuele weergave van de tweede deelvraag.

Figuur 1: conceptueel model (eigen figuur)



1.5 Onderzoeksmethoden

Op basis van een literatuurstudie zal worden nagegaan wat al precies geweten is over de belangrijkste elementen van deze masterproef.

Voor het identificeren van de belangrijkste literaire publicaties werden allerlei kernwoorden gebruikt. Zo zochten we wat betreft financial slack op 'financial slack', maar ook op vergelijkbare termen zoals 'organizational slack' of 'slack resources'. Voor risicogedrag gebruikten we zoektermen zoals onder andere 'risk behaviour', 'risk taking' en 'risk aversion'. Wat betreft familiaal eigenaarschap gebruikten we 'family ownership', 'family business', 'family firms', etc. Daarnaast werden ook combinaties gebruikt van meerdere termen zoals bijvoorbeeld 'risk aversion in family firms' en 'financial slack in family firms'.

Via de website van de UHasselt konden we allerlei databases raadplegen om aan de hand van de kernwoorden te zoeken naar relevante literatuur gepubliceerd in wetenschappelijke journaals. We maakten onder andere gebruik van EBSCOhost, ScienceDirect en Wiley Online Library. Ook werden er via de AtoZ-lijst belangrijke journaals opgezocht, zoals Family Business Review, waar tevens in gezocht werd op basis van de vermelde kernwoorden. Daarnaast werd ook Google Scholar gebruikt om belangrijke wetenschappelijke publicaties te identificeren.

Na het afronden van de literatuurstudie verschaffen we allerlei definities en uitleg over familiebedrijven, risicogedrag en financial slack. Daarna gaan we verder met de theoretische uitwerking van de deelvragen, wat uiteindelijk moet leiden tot enkele hypothesen.

Vervolgens komt het empirisch gedeelte aan bod met de bedoeling de ontwikkelde hypothesen empirisch na te gaan. Hiervoor zullen we gebruik maken van een regressieanalyse (OLS) in SPSS. De benodigde data voor zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven wordt verzameld met behulp van de Bel-first internetapplicatie. Bovendien wordt een proxy geïntroduceerd voor elk van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen alsook voor de controlevariabelen. In hoofdstuk zes wordt dieper ingegaan op de dataverzameling en worden de variabelen met elk hun eigen proxy, uitvoerig besproken.

2 Familiebedrijven

2.1 Belang voor de economie

Meerdere studies stellen vast dat het eigendom van bedrijven in continentaal Europa vooral geconcentreerd en in handen van families is (Van den Berghe en Carchon, 2003). Volgens González, Guzmán, Pombo en Trujillo (2012) controleren families en hun opvolgers de meerderheid van alle bedrijven in de wereld. Het gaat om meer dan de helft van alle publieke bedrijven in de VS en meer dan twee derde in Azië (Crocì, Doukas en Gonenc, 2011).

Familiebedrijven zijn zeer belangrijk voor de economie en worden vaak ook wel de ruggengraat van onze economie genoemd (Hiebl, 2013). Dit geldt niet alleen voor België, maar voor alle landen wereldwijd. Zo spelen familiebedrijven een belangrijke rol in het creëren van werkgelegenheid en het verbeteren van de levenskwaliteit. Familiebedrijven vervullen ook een belangrijke rol in het opstarten van nieuwe bedrijven (Zahra, 2005).

In België kan ongeveer 77 procent van de bedrijven beschouwd worden als een familiale onderneming, wat neerkomt op zo'n 123 000 familiebedrijven (Lambrecht & Molly, 2011).

2.2 Definitieproblematiek

Het onderzoek naar familiebedrijven neemt de laatste decennia steeds meer toe. Dit komt doordat men zich realiseert dat familiebedrijven uniek zijn en zich onderscheiden van niet-familiebedrijven (Chua, Chrisman & Sharma, 1999). Familiebedrijven worden immers bij het maken van beslissingen en het bepalen van strategieën beïnvloed door hun eigendomsstructuur, hun management, hun bestuur en hun successieproblematiek (Chua et al., 1999). Van den Berghe en Carchon (2003) bemerken dat de strategie van het familiebedrijf en haar prestaties afhankelijk zijn van de interactie tussen de familie, het bedrijf en de andere, niet-familiale aandeelhouders. Daarom worden familiebedrijven beschouwd als een aparte organisatievorm met sterke verschillen, vergeleken met niet-familiebedrijven, in bijvoorbeeld agency kosten (Carney, Van Essen, Gedajlovic & Heugens, 2013).

In de literatuur rond familiebedrijven werden echter zowel in het verleden als meer recent, veel verschillende definities gehanteerd om familiebedrijven te beschrijven (Van den Berghe & Carchon, 2003). Dit is natuurlijk niet ideaal wat betreft de generaliseerbaarheid van studies (Astrachan, Klein & Smyrnios, 2002; Chua et al., 1999). Siebels en zu Knyphausen-Aufseß (2012) stellen dat in het ideale geval elke auteur zou moeten uitgaan van dezelfde definitie wanneer men familiebedrijven en niet-

familiebedrijven wil onderscheiden van elkaar, maar dit is vooralsnog niet het geval. Er blijven duidelijke verschillen bestaan in gehanteerde definities (Chua et al., 1999).

Siebels en zu Knyphausen-Aufseß (2012) onderscheiden echter wel twee dominante benaderingen wat betreft de definiëring van familiebedrijven: de *components-of-involvement benadering* en de *essence benadering*.

Volgens de components-of-involvement benadering is de aanwezigheid van eender welke vorm van familiale betrokkenheid (lid van het managementteam of aandeelhouder van de onderneming) voldoende om te kwalificeren als een familiebedrijf (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Wel blijkt uit een studie van 250 papers, uitgevoerd door Chua et al. (1999), dat er in de definities een groot aantal verschillende combinaties bestaat van familiaal eigendom en management om te kunnen kwalificeren als een familiebedrijf. In sommige studies beschouwt men een bedrijf enkel als een familiebedrijf wanneer er sprake is van familiaal eigenaarschap én familiaal management, terwijl men in andere studies definities hanteert waaruit blijkt dat enkel familiaal eigenaarschap of enkel familiaal management voldoende is om in de categorie van familiebedrijven te worden ondergebracht.

De essence benadering gaat een stap verder en ziet familiale betrokkenheid op zich als onvoldoende. Het gedrag van de onderneming moet in zekere mate worden beïnvloed door de familiale aanwezigheid, zodanig dat het bedrijf zich onderscheidt van niet-familiebedrijven (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Deze visie is vooral gebaseerd op de definitie die door Chua et al. (1999) werd geïntroduceerd. Chua et al. (1999) stellen dat familiebedrijven zich kunnen onderscheiden van niet-familiebedrijven op basis van het gedrag dat ze vertonen. Een bedrijf is dus een familiebedrijf als het zich gedraagt als een familiebedrijf, in de veronderstelling dat deze gedragingen duidelijk verschillen met die van niet-familiebedrijven. Deze gedragsverschillen ontstaan doordat men in familiebedrijven vooral de visie van de familie, die de dominante coalitie vormt of controleert in het bedrijf, zal nastreven (Chua et al., 1999). Chua et al. (1999) beschrijven de dominante coalitie als de machtigste actoren in een organisatie die bijvoorbeeld de belangrijkste agendapunten bepalen. De visie van de familie kan vooral gezien worden als de doelstellingen die de familie in de toekomst en met behulp van de onderneming wenst te bereiken. Deze doelstellingen draaien meestal om het maximaliseren van de potentiële waarde voor de huidige en toekomstige generaties (Van den Berghe & Carchon, 2003).

De definitie van Chua et al. (1999) luidt als volgt:

The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families. (p. 23)

Naargelang dat voor de eerste of tweede benadering wordt gekozen, kan het zijn dat bepaalde bedrijven wel of niet worden beschouwd als een familiebedrijf. Zo kan een bedrijf met een bepaalde mate van invloed van de familie door de components-of-involvement approach gezien worden als een familiebedrijf, terwijl dat volgens de essence benadering niet het geval kan zijn, omdat bijvoorbeeld de familiale betrokkenheid niet altijd leidt tot de typische gedragingen die familiebedrijven onderscheiden van niet-familiebedrijven (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Klein, Astrachan en Smyrnios (2005) beweren zelfs dat wanneer verschillende definities worden gebruikt voor één steekproef, het percentage van familiebedrijven kan variëren van 15 tot 81 percent.

Als mogelijk alternatief voor dit definitieprobleem is er de F-PEC schaal van Astrachan, Klein en Smyrnios (2002). Deze F-PEC schaal heeft niet als doel om tot een allesomvattende definitie te komen, maar wel om de verschillende benaderingen ten aanzien van de definitie van een familiebedrijf te ondersteunen (Astrachan et al., 2002).

De F-PEC schaal bevat drie sub-schalen of dimensies: macht, ervaring en cultuur. De bedoeling is om op basis van deze schaal en sub-schalen een idee te krijgen van de familiale invloed die aanwezig is in een bedrijf. Men kan dan deze familiale invloed relateren aan bijvoorbeeld de prestaties van het bedrijf en nagaan of er een significante relatie bestaat. Wanneer diezelfde F-PEC schaal gebruikt wordt voor het bepalen van de familiale invloed in andere bedrijven, zullen betrouwbare en generaliseerbare vergelijkingen mogelijk zijn (Astrachan et al., 2002). De F-PEC schaal helpt problemen (zoals bijvoorbeeld het verlies van belangrijke informatie) die gepaard gaan met een dichotome indeling van een steekproef in familiebedrijven en niet-familiebedrijven, te vermijden (Klein et al., 2005). Men gaat er eerder van uit dat bedrijven zich bevinden op een schaal met als extreme waarden, familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Een dichotome indeling zou in dat geval belangrijke informatie over het hoofd kunnen zien (Klein et al., 2005).

De eerste sub-schaal, die van macht, heeft als doel om na te gaan wat de precieze graad van invloed is van familieleden én mensen die werden aangeduid door de familieleden in

de onderneming. Invloed kan men uitoefenen via aandeelhouderschap, de raad van bestuur of als lid van het managementteam (Astrachan et al., 2002).

De tweede sub-schaal, die van ervaring, handelt over de zakelijke ervaring die wordt toegevoegd wanneer een bedrijf van de ene generatie wordt doorgegeven naar de andere. De intentie om het bedrijf door te geven aan familie of wanneer opvolging binnen de familie al heeft plaatsgevonden, worden door veel auteurs (o.a. Astrachan et al., 2002) gezien als een noodzakelijke voorwaarde om te kwalificeren als een familiebedrijf. Successie zorgt ervoor dat de ervaring in het bedrijf toeneemt. Al is deze toename wel groter wanneer bijvoorbeeld de stichter (eerste generatie) wordt opgevolgd dan wanneer de negende generatie wordt opgevolgd. Ook het aantal betrokken familieleden in de onderneming is bepalend voor de hoeveelheid ervaring die aanwezig is (Astrachan et al., 2002).

Typisch voor familiebedrijven is ook dat de belangrijkste waarden en normen die in de strategie, de conflicthantering, etc. naar voren komen, voor een groot deel overeenkomen met die van de familie zelf. De laatste sub-schaal, cultuur, tracht in de eerste plaats deze overeenkomst te meten, maar ook het engagement van familieleden ten opzichte van het bedrijf. Hoger engagement hangt immers samen met hogere invloed in de organisatie (Astrachan et al., 2002).

De F-PEC schaal had, zoals eerder vermeld, niet de bedoeling om een allesomvattende definitie te ontwikkelen van een familiebedrijf. Het kan vooral gezien worden als een soort van schaal die tracht de verschillende definities te integreren tot één geheel (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

In het algemeen komen familiaal eigendom, familiale betrokkenheid en de successievereiste naar voren als belangrijkste elementen van een definitie, met recentelijk meer aandacht voor de specifieke gedragingen van familiebedrijven die te wijten zijn aan hun specifieke kenmerken (Chua et al., 1999; Klein et al., 2005). Het definitieprobleem blijft echter bestaan en verhindert de vergelijking van studies.

Internationale studies gebruiken steeds meer dezelfde definitie (Lambrecht & Molly, 2011). Deze definitie werd geïntroduceerd door de European Group of Owner Managed and Family Enterprises (GEEF) en de European Family Businesses (EFB), in opdracht van en in samenwerking met de Europese Commissie.

Men spreekt volgens deze definitie van een familiebedrijf als de meerderheid van het stemrecht in handen is van de oprichter of eigenaarsfamilie, tenzij beursgenoteerd dan volstaat 25 procent, en als minstens één vertegenwoordiger van de familie actief is in het management of bestuur van het bedrijf (Lambrecht & Molly, 2011).

3 Visie op het familiebedrijf : agency theorie vs. resource-based view

In de literatuur komen verschillende theorieën naar voor die het gedrag en enkele specifieke kenmerken van familiebedrijven helpen verklaren (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Deze theorieën zijn van belang bij het bespreken van het risicogedrag van familiebedrijven en bij het bespreken van de invloed van financial slack op dit risicogedrag. Er wordt in deze masterproef aandacht besteed aan de agency theorie en de resource-based view (RBV).

3.1 Agency theorie en agency kosten

De agency theorie of principaal-agent theorie beschrijft de problemen die kunnen voorkomen in de contractuele relatie tussen een principaal en zijn agent (Jensen & Meckling, 1976). Belangrijke assumpties die binnen de agency theorie gemaakt worden, zijn eigenbelang en risico-aversie (Eisenhardt, 1989). Het zijn deze assumpties omtrent individuen die aan de basis liggen van de agency problemen in bedrijven (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

De agent (bijvoorbeeld manager) heeft een contractuele relatie met de principaal (bijvoorbeeld aandeelhouder). Daardoor verwachten de aandeelhouders dat de agent hun belangen zal nastreven en de waarde van het bedrijf zal maximaliseren. De agency theorie voorspelt echter dat de agent eerder geneigd is om zijn eigen belangen na te streven en niet die van de principaal. Hierdoor ontstaan allerlei agency problemen zoals bijvoorbeeld moral hazard (Eisenhardt, 1989; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

Agency problemen kunnen nefaste gevolgen hebben voor de prestaties van het bedrijf. Het is aldus belangrijk om deze agency problemen te reduceren of, indien mogelijk, te vermijden aan de hand van allerlei controlemechanismen (Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz, 2001). De transactiekosten die met deze controlemechanismen gepaard gaan, noemt men agency kosten (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

De agency theorie gaat ervan uit dat de scheiding tussen eigendom en controle in een onderneming de aanleiding is van agency problemen en de bijhorende agency kosten (Fama & Jensen, 1983). Dit impliceert dat agency problemen te vermijden zijn door bijvoorbeeld managers te belonen met aandelen (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Zo worden managers mede-eigenaar van het bedrijf en wordt de scheiding tussen eigendom en management kleiner, wat zou moeten leiden tot minder agency kosten.

Jensen en Meckling (1976) beschrijven in hun werk verschillende redenen die leiden tot minder agency kosten in familiebedrijven. Zo is het typisch voor familiebedrijven dat er een grote overlap bestaat tussen eigendom en controle. Daardoor zal een familiebedrijf bijgevolg veel lagere agency kosten hebben (Schulze et al., 2001). Familiebedrijven hebben als gevolg van de overlap tussen eigendom en controle immers minder nood aan interne controlemechanismen zoals bijvoorbeeld een goed functionerende raad van bestuur. Fama en Jensen (1983) gooien het over een andere boeg. Zij stellen dat speciale relaties tussen allerlei beslissingsagenten het mogelijk maakt om agency problemen te beheersen, zonder dat hiervoor een scheiding nodig is van *decision control* en *decision management*. Een typisch voorbeeld van bedrijven waarin dergelijke speciale relaties bestaan zijn familiebedrijven (Schulze et al., 2001). Fama en Jensen (1983) delen het beslissingsproces op in vier stappen: initiatie, ratificatie, implementatie en monitoring. Initiatie en implementatie vallen onder decision management, terwijl de andere twee stappen behoren tot decision control. Fama en Jensen (1983) argumenteren dat decision management en decision control bij de meeste bedrijven best gescheiden blijft, om zo agency problemen te voorkomen. Bij familiebedrijven is dit echter niet nodig, omdat in deze bedrijven de familieleden, die tevens de residuele claims bezitten, de belangrijkste beslissingen nemen.

Uit het voorgaande leiden we af dat familiebedrijven, dankzij de typische overlap in eigendom en controle, lagere agency kosten hebben. Echter, volgens Schulze et al. (2001) krijgen familiebedrijven, die niet beursgenoteerd zijn en die in grote mate door de familie zelf worden gemanaged, toch te maken met allerlei agency problemen en de daaruit voortvloeiende agency kosten. In dit geval ontstaan er net agency problemen doordat er geen scheiding is tussen eigendom en management en omdat er in familiebedrijven sprake kan zijn van *parental altruism*, waar we verder dieper op ingaan (Lubatkin, Schulze, Ling & Dino, 2005). Deze bevinding is duidelijk contrasterend met de visie van Jensen en Meckling (1976). Zij gaan ervan uit dat de moral hazard van managers afneemt wanneer ze aandelen van de onderneming bezitten.

Vooraleer we dieper ingaan op de agency kosten die voorkomen in familiebedrijven en de factoren die ze veroorzaken, is het belangrijk om een onderscheid te maken tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde familiebedrijven. Zo vinden we in beursgenoteerde familiebedrijven vaker principaal-principaal problemen tussen de meerderheidsaandeelhouders (de familie) en de minderheidsaandeelhouders (geen leden van de familie), waarbij de familie bijvoorbeeld kan overgaan tot *expropriation* of 'uitbuiting' van de minderheidsaandeelhouders (Carney et al., 2013). Een manier om dit te doen is *transfer pricing*. Bij transfer pricing zal de familie de winsten trachten te versluizen naar bedrijven waarin zij hogere cashflowrechten bezitten (Siebels & zu

Knyphausen-Aufseß, 2012). In beursgenoteerde familiebedrijven gebeurt het vaak dat op termijn een soort afstand ontstaat tussen de familie en het bedrijf. Hierdoor is men sneller geneigd het bedrijf 'uit te buiten' dan daarentegen goed zorg te dragen voor de onderneming en bijkomende investeringen te doen (Bammens, Voordeckers & Van Gils, 2011).

In niet-beursgenoteerde familiebedrijven zien we dat het nastreven van niet-economische doelstellingen makkelijker wordt (Carney et al., 2013). Vermits allerlei externe controlemechanismen, zoals de overnamemarkt, als gevolg van privaat eigenaarschap wegvallen (Hart, 1995; Schulze et al., 2001). Deze niet-economische doelstellingen kunnen gerelateerd worden aan *socio-emotional wealth* (zie verder) en aan de wil om het bedrijf over te dragen naar latere generaties (Bammens et al., 2011). Ook krijgt het niet-beursgenoteerde familiebedrijf meer te maken met agency kosten die vooral voortkomen uit het *self-control problem* en *parental altruism* (Bammens et al., 2011; Carney et al., 2013; Lubatkin et al., 2005; Schulze et al., 2001).

Aangezien in deze masterproef het empirisch onderzoek zal gebeuren op basis van gegevens van niet-beursgenoteerde bedrijven, wordt de focus vooral gelegd op de belangrijkste agency problemen in deze ondernemingen. Eerst gaan we dieper in op wat precies bedoeld wordt met self-control problemen, daarna geven we meer details prijs over het ouderlijk altruïsme.

Self-control problemen komen zoals eerder vermeld meer voor in privébedrijven (waaronder de meeste familiebedrijven vallen als subcategorie). Dit komt omdat de beslissingsvrijheid van de grootste aandeelhouders in privébedrijven, door een gebrek aan zowel interne als externe controlemechanismen, nauwelijks beperkt wordt (Lubatkin et al., 2005). Vaak wordt dit fenomeen ook wel omgeschreven als het hebben van agency problemen met zichzelf (Lubatkin et al., 2005). Self-control problemen ontstaan doordat het onmogelijk is om de toekomst te voorspellen, doordat individuen niet altijd rationeel handelen en als gevolg van het feit dat geen enkel individu volledig gedisciplineerd is (Lubatkin et al., 2005).

Door bepaalde emoties, omstandigheden en impulsen kunnen individuen beslissingen nemen die zowel hun eigen welvaart als die van anderen in het gevaar brengt (Lubatkin et al., 2005). Als men er bijvoorbeeld voor kiest om bepaalde doelstellingen op korte termijn te realiseren (als gevolg van een gebrek aan zelfdiscipline) in plaats van andere doelstellingen na te streven die op lange termijn de welvaart van alle partijen verhogen, dan is er sprake van self-control problemen (Bammens et al., 2011; Schulze et al., 2001). Self-control problemen werken het ontstaan van agency problemen in familiebedrijven in de hand (Lubatkin et al., 2005). Het is immers zo dat door de

ongelimiteerde beslissingsvrijheid en self-control problemen van de grootste aandeelhouders; managers en andere aandeelhouders ontevreden zijn over de gemaakte beslissingen en zich mogelijks bezondigen aan bijvoorbeeld *moral hazard* (Lubatkin et al., 2005). Dit wil zeggen dat managers hun gedrag ex post aanpassen, door bijvoorbeeld minder hard te werken en te profiteren van het werk van anderen (ook wel *free-riding* genoemd) of door meer middelen te consumeren dan voorheen (Lubatkin et al., 2005).

Daarnaast benadrukken Schulze et al. (2001) en Lubatkin et al. (2005) dat privé-eigendom, omwille van *adverse selectie* en een mogelijke *hold-up*, op zich al zorgt voor hogere agency kosten. Adverse selectie wil zeggen dat ongekwalficeerde mensen worden aangenomen (Lubatkin et al., 2005). Bij privébedrijven is er meer adverse selectie omdat zij te maken krijgen met een imperfecte factormarkt, vermits ze hun werknemers niet dezelfde contractuele voorwaarden kunnen aanbieden als publieke bedrijven (Schulze et al., 2001). Denk bijvoorbeeld maar aan de mogelijkheid om aandelenopties te gebruiken als verloning, in privébedrijven is dit veel complexer omdat de markt voor hun aandelen illiquide is (Schulze et al., 2001)

Bij privébedrijven kan de dominante coalitie tevens zijn macht makkelijker misbruiken (aangezien er geen externe controlemarkt bestaat) door zichzelf middelen van het bedrijf toe te eigenen (Lubatkin et al., 2005). Omdat er daarnaast geen liquide markt is voor de aandelen van privébedrijven, worden de eigendomsrechten van de minderheidsaandeelhouders als het ware 'gegijseld' (Schulze et al., 2001). In de literatuur spreekt men over een *hold-up*.

Familiebedrijven, de belangrijkste onderverdeling van privébedrijven, hebben als specifiek kenmerk dat er familiale relaties bestaan tussen allerlei individuen betrokken bij de onderneming (Schulze et al., 2001; Lubatkin et al., 2005). Deze familiale relaties worden gekenmerkt door *parental of ouderlijk altruïsme* (Lubatkin et al., 2005).

Economisten modelleren altruïsme als een nutsfunctie die de welvaart van een individu linkt aan die van anderen. In het geval van *parental altruïsme* betekent dit dat de welvaart van ouders afhankelijk is van de welvaart van hun kinderen (Lubatkin et al., 2005; Schulze et al., 2001). Hierdoor zijn ouders geneigd om beslissingen te nemen die hun kinderen bevoordelen en verwennen, want hun eigen welvaart zal er dan ook op vooruit gaan (Bammens et al., 2011; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). De link tussen de welvaart van de ouders en die van de kinderen zorgt ervoor dat de invloed van *parental altruïsme* niet onderschat mag worden (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Ouderlijk altruïsme gaat samen met de eerder besproken self-control problemen en leidt ook tot agency problemen bij de kinderen. Zij kunnen zich bijvoorbeeld bezondigen aan de eerder aangehaalde *moral hazard* en *free-riding* (Lubatkin et al., 2005; Schulze et al.,

2001). Het is namelijk zo dat wanneer ouders ongepast gedrag opmerken van hun kinderen, dit nauwelijks of nooit bestraft wordt. Men wil immers de goede familiale relatie niet in gevaar brengen. Daardoor kan onder meer moral hazard bij de kinderen ontstaan, net omdat ze weten dat er geen bestraffing volgt voor hun gedrag (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

Maar er zijn niet alleen negatieve effecten verbonden aan ouderlijk altruïsme (Lubatkin et al., 2005; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). De agency kosten als gevolg van ouderlijk altruïsme kunnen sterk verminderd of vermeden worden. In sommige gevallen leidt ouderlijk altruïsme zelfs tot competitieve voordelen (Lubatkin et al., 2005; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Altruïsme stimuleert de familieleden om zorgzaam te zijn voor elkaar en versterkt de familiale band (Lubatkin et al., 2005). Deze sterke familiale band stimuleert communicatie en loyaliteit. Zo zal de informatie-asymmetrie en moral hazard verminderen (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012; Van den Berghe & Carchon, 2003).

Ondanks deze positieve effecten is er meestal sprake van asymmetrisch altruïsme (ouders zorgen meer voor hun kinderen dan kinderen voor hun ouders), waardoor de negatieve effecten sterker doorwegen (Lubatkin et al., 2005; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). In dat geval krijgen ook familiebedrijven, ondanks de theorie van Jensen en Meckling (1976), te maken krijgen met agency problemen.

Er kunnen zich ook agency problemen voordoen in familiebedrijven als gevolg van onderlinge conflicten tussen de familieleden (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Uit de literatuur blijkt dat de kans op dergelijke conflicten groter is naarmate er meerdere generaties betrokken worden in het familiebedrijf (Bammens et al., 2011). Dit is logisch aangezien er dan sprake is van een heterogene groep van betrokken familieleden met elk hun eigen visie en doelstellingen. Deze conflicten brengen een goede samenwerking en een goede uitwisseling van informatie in gevaar (Van den Berghe & Carchon, 2003).

3.2 Resource-based view (RBV)

De RBV is een theorie die handelt rond de aard van ondernemingen, in tegenstelling tot vele andere theorieën zoals het Coase-theorema die vooral als doel hebben om te verklaren waarom ondernemingen bestaan (Lockett, Thompson & Morgenstern, 2009). De RBV tracht de manier van werken van ondernemingen te verklaren en ziet de onderneming als een geheel van *resources* of middelen (Wernerfelt, 1984). Dit inzicht kwam voor het eerst naar voor in The Theory of the Growth of the Firm van Penrose en kan gezien worden als de grondlegger van de RBV (Wernerfelt, 1984).

De resources van het bedrijf kunnen ook omschreven worden als de *assets* of activa van het bedrijf, zoals blijkt uit de definitie van resources die Wernerfelt (1984) hanteert: "a firm's resources at a given time could be defined as those (tangible and intangible) assets which are tied semipermanently to the firm" (p. 172). In de RBV maakt men de assumptie dat de prestaties die het bedrijf realiseert voornamelijk te danken zijn aan de middelen (resources) waarover het bedrijf beschikt (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

We kunnen de resources van bedrijven onderverdelen op verschillende manieren. Zo kunnen in de eerste plaats de fysieke activa van een bedrijf onderscheiden worden van de immateriële activa zoals bijvoorbeeld de organisationele routines en vaardigheden (Lockett et al., 2009). Anderzijds kan men ook een onderscheid maken op basis van statische en dynamische resources. De statische middelen zijn activa die eens geïnstalleerd in het bedrijf, gedurende hun hele levensduur gebruikt kunnen worden. De dynamische middelen hebben meer betrekking op allerlei kenmerken van de organisatie, zoals bijvoorbeeld in welke mate het bedrijf bezig is met organisationeel leren (Lockett et al., 2009).

Volgens de RBV kunnen bedrijven hun prestaties verbeteren wanneer ze beschikken over voldoende bedrijfsspecifieke resources en wanneer deze op een efficiënte en effectieve manier gebruikt worden. Zodanig dat het bedrijf in staat is om een blijvend competitief voordeel te ontwikkelen (Lee, 2011).

Om in de eerste plaats een competitief voordeel te kunnen ontwikkelen gaat de RBV uit van twee belangrijke assumpties: heterogeniteit van middelen en immobiliteit van middelen (Barney, 1991; Lockett et al., 2009). Heterogeniteit houdt in dat men aanneemt dat bedrijven niet over dezelfde hoeveelheid van middelen beschikken en/of beschikken over een andere mix van middelen (Lockett et al., 2009). Immobiliteit van middelen houdt in dat de middelen, op korte termijn, niet kunnen worden overgedragen naar andere bedrijven (Barney, 1991).

Volgens Barney (1991) kan een competitief voordeel enkel behouden blijven als de resources voldoen aan vier voorwaarden: waardevol, zeldzaam, niet-imiteerbaar en niet-substitueerbaar. De middelen van het bedrijf moeten in de eerste plaats waardevol zijn. Hiermee bedoelt hij dat de middelen het bedrijf moeten helpen bij het benutten van haar opportuniteiten en bij het neutraliseren van haar bedreigingen (Lockett et al., 2009). Daarnaast moeten de resources zeldzaam zijn. Dit wil zeggen dat de resources ongelijk verdeeld en tevens beperkt in aanbod zijn (Lockett et al., 2009). Vervolgens is het belangrijk dat de middelen van het bedrijf moeilijk (of niet) kunnen worden gerepliceerd door de concurrenten en moeilijk (of niet) kunnen worden vervangen door andere

resources (Lockett et al., 2009). Enkel dan zal een competitief voordeel dat gecreëerd werd, behouden kunnen worden op lange termijn (Barney, 1991).

In de literatuur vinden we veel studies, zoals onder meer Chua et al. (1999) en Van den Berghe & Carchon (2003), die aannemen dat familiebedrijven beschikken over een unieke bundel van resources. Familiebedrijven hebben deze unieke resources te danken aan de interactie tussen de familie en het bedrijf. Vaak wordt naar deze unieke middelen gerefereerd door te spreken over *familiness of a firm* (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Het gaat hierbij vooral om immateriële, niet-tastbare elementen die enkel aanwezig zijn in familiebedrijven. Deze resources kunnen leiden tot competitieve voordelen (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

4 Risicogedrag: familiebedrijven vs. niet-familiebedrijven

4.1 Algemeen: risico-aversie?

In de wetenschappelijke literatuur is er heel wat te vinden over familiaal eigenaarschap en risico-aversie. De meeste studies concluderen dat familiebedrijven meer risico-avers zijn dan niet-familiebedrijven (o.a. Anderson, Duru & Reeb, 2012; Naldi et al., 2007). Toch zijn er ook studies die het omgekeerde aantonen (o.a. Zahra, 2005) of aanhalen dat familiebedrijven in bepaalde omstandigheden helemaal niet risico-avers zijn (o.a. Gómez-Mejía et al., 2007). Bijgevolg blijft er twijfel bestaan binnen dit gebied (Hiebl, 2013).

De reden van deze uiteenlopende resultaten kan te wijten zijn aan het bestaan van twee contrasterende vormen van argumentatie (Hiebl, 2013). Bepaalde auteurs gaan ervan uit dat familiebedrijven hun welvaart willen beschermen en het bedrijf in leven willen houden voor andere generaties en daarom risico-avers zijn (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Andere auteurs benadrukken de langetermijnnoriëntatie van familiebedrijven. Doordat familiebedrijven veel minder onder druk worden gezet voor het halen van goede resultaten op korte termijn, kunnen zij zich richten op het realiseren van doelstellingen op lange termijn (Hiebl, 2013). Daarom zou men kunnen verwachten dat familiebedrijven, om deze doelstellingen op lange termijn te realiseren, wél bereid zijn om meer risico's te nemen (Hiebl, 2013).

Vooraleer we dieper ingaan op het precieze risicogedrag van familiebedrijven (risico-avers of niet), onderscheiden we drie belangrijke risico's: het venturing of entrepreneurial risico, het performance hazard risico en het financieel risico. Gómez-Mejía et al. (2007) benadrukken immers dat familiebedrijven risico-avers kunnen zijn, maar tegelijkertijd in bepaalde situaties toch bereid zijn om meer risico's te nemen. Risico's die niet-familiebedrijven in diezelfde situatie vaak niet eens zouden overwegen, waardoor men zou kunnen verwachten dat familiebedrijven soms meer risico's nemen dan niet-familiebedrijven en minder risico-avers zijn dan het merendeel van de literatuur vooropstelt. Risicovol gedrag vertonen en tegelijkertijd risico-avers zijn, kan natuurlijk alleen maar als er meerdere soorten risico's in het spel zijn.

Een gelijkaardige onderverdeling wordt gemaakt door Baird en Thomas (1985) die het hebben over "venturing into the unknown" (p. 231), "committing too large a portion of corporate assets to a division with poor odds of contributing significantly to profits" (p. 232) en "borrowing heavily" (p. 232).

4.2 Venturing of entrepreneurial risico

Het grootste deel van de literatuur is gewijd aan het entrepreneurial risico (e.g. Zahra, 2005; Naldi et al., 2007). We vinden met betrekking tot dit risico ook de meeste tegenstrijdigheden.

Wanneer bedrijven niet tevreden zijn met de huidige prestaties, als bijvoorbeeld hun resultaten lager liggen dan voorspeld, zijn ze bereid om meer risico's te nemen om zo de prestaties te verbeteren (Singh, 1986). Het venturing of entrepreneurial risico houdt in dat men op zoek gaat naar opportuniteiten, nieuwe producten en nieuwe technologieën met als doel het verbeteren van de prestaties (Gómez-Mejía et al., 2007). Het entrepreneurial risico kan bijgevolg gerelateerd worden aan de R&D-uitgaven.

De literatuur die het entrepreneurial risico bestudeert, relateert zijn bevindingen vaak aan de agency theorie. De agency theoretici gaan ervan uit dat de mate waarin een bedrijf risico's neemt, beïnvloed wordt door zijn eigendoms- en bestuursstructuur (Naldi et al., 2007). Bovendien benadrukken zij dat managers meer risico-avers zijn naarmate ze meer aandelen van de onderneming hebben (Naldi et al., 2007). Aangezien familiebedrijven gekenmerkt worden door een grote overlap in eigendom en controle, verwacht men dat familiebedrijven meer risico-avers zijn dan andere bedrijven (Naldi et al., 2007; Schulze et al., 2001).

Typisch voor familiebedrijven is dat de familieleden vaak een groot deel van hun persoonlijk kapitaal enkel en alleen geïnvesteerd hebben in het familiebedrijf en bijgevolg een niet-gediversifieerde portefeuille bezitten. Van den Berghe en Carchon (2003) formuleren dit als volgt: "If family wealth is primarily invested in the family firm, they cannot reduce financial risk through diversifying financial assets" (p. 174). Daardoor zijn de financiële gevolgen natuurlijk zwaar wanneer als gevolg van te risicovolle beslissingen het familiebedrijf in de problemen zou komen (Gómez-Mejía et al., 2007). De familie moet immers de financiële gevolgen dragen van dergelijke slechte investeringen (Naldi et al., 2007).

Daarnaast staat er voor de familie veel meer op het spel dan alleen hun huidige welvaart (Naldi et al., 2007). Te risicovolle investeringen kunnen ook de welvaart van de toekomstige generatie(s) in het gevaar brengen (Naldi et al., 2007). Aangezien Carney et al. (2013) stellen dat het welzijn van toekomstige generaties een belangrijke zorg zijn voor veel familiebedrijven, kunnen we verwachten dat familiebedrijven hiermee rekening zullen houden bij het nemen van beslissingen. Zahra (2005) benadrukt dat familiebedrijven vaak beslissingen nemen met oog op de toekomst (lange termijn). Familiebedrijven willen immers de *family wealth* of familiale rijkdom maximaliseren en

een *legacy* of imperium opbouwen voor de volgende generaties. Siebels & zu Knyphausen-Aufseß (2012) formuleren het als volgt:

Many family firms follow long-term investment strategies, as they feel the desire to perpetuate their business and to pass it on to future generations. Consequently, the stability of the business is often chosen as a goal superior to rapid growth and risky investment strategies. (p. 289)

Er zijn dus belangrijke redenen om aan te nemen dat familiebedrijven voornamelijk met betrekking tot risicovolle strategische beslissingen zoals internationale uitbreiding, het introduceren van nieuwe producten, het investeren in R&D, etc. als risico-avers kunnen worden bestempeld (Gómez-Mejía et al., 2007; Naldi et al., 2007). Meer bepaald zullen familiebedrijven in mindere mate bereid zijn om venturing of entrepreneurial risico te nemen (Gómez-Mejía et al., 2007).

Anderson, Duru & Reeb (2012) deden onderzoek naar het investeringsbeleid van familiebedrijven. Daarvoor maakten zij een onderscheid tussen capital expenditures en R&D-uitgaven. Capital expenditures zijn investeringen van het bedrijf in bestaande producten en projecten, die in het verleden al bewezen hebben rendabel te zijn, zoals bijvoorbeeld vervangingsinvesteringen. R&D-uitgaven daarentegen zijn investeringen in nieuwe producten en technologieën waarvan later zal blijken of deze succesvol zijn of niet. Als gevolg van deze onzekerheid zijn R&D-uitgaven risicovoller in vergelijking met capital expenditures. Verder maakten Anderson et al. (2012) ook nog een onderscheid tussen twee contrasterende hypothesen: de hypothese van risico-aversie in familiebedrijven en de hypothese van een langetermijnvisie in familiebedrijven. Zoals eerder besproken kan deze langetermijnvisie immers ook leiden tot minder risico-aversie met betrekking tot het entrepreneurial risico (e.g. Anderson et al., 2012; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012; Zahra, 2005).

Anderson et al. (2012) verwachten enerzijds dat door het geconcentreerd aandeelhouderschap van families, familiebedrijven in tegenstelling tot niet-familiebedrijven, minder middelen zullen besteden aan R&D en meer aan capital expenditures. Dit is consistent met ander onderzoek gebaseerd op de agency theorie. Het is namelijk zo dat de welvaart van de familieleden afhankelijk is van de prestaties van het bedrijf en dat men ten allen tijde wil vermijden dat het bedrijf discontinu wordt (e.g. Naldi et al., 2007). Familiebedrijven worden bijgevolg als risico-avers beschouwd. Anderzijds verwachten Anderson et al. (2012) dat de langetermijnvisie van familiebedrijven net voor het omgekeerde effect zal zorgen (meer besteden aan R&D en minder aan capital expenditures). Men verwacht dat de familieleden meer zullen investeren in R&D om het bedrijf op lange termijn gezond en competitief te houden

(Anderson et al., 2012). Deze redenering ligt min of meer in lijn met de resource-based view.

Uit het empirisch onderzoek van Anderson et al. (2012) blijkt dat familiebedrijven minder investeren in R&D en meer in capital expenditures dan niet-familiebedrijven. De hypothese in verband met de risico-aversie van familiebedrijven is bijgevolg dominanter: "Our analysis indicates that families' strong incentive to reduce firm risk due to the undiversified nature of their holdings dominates the long-term horizon attributes of their ownership stake." (Anderson et al., 2012, p. 1756).

Gelijkaardige bevindingen in verband met risico-aversie ten opzichte van het entrepreneurial risico zien we bij Carney et al. (2013), Chrisman en Patel (2012) en Gómez-Mejía et al. (2007). Deze auteurs introduceren de begrippen *socio-emotional wealth* en *loss aversion*.

Socio-emotional wealth (SEW) is belangrijk voor families en houdt onder andere in dat men de controle over het bedrijf wenst te behouden (Carney et al., 2013). Meer bepaald wordt SEW gezien als de niet-financiële aspecten van het bedrijf die de emotionele behoeften van de familie bevredigen, de mate waarin familieleden controle kunnen uitoefenen in het bedrijf en het behouden of versterken van de familiale dynastie (Gómez-Mejía et al., 2007).

Loss aversion is een begrip dat geïntroduceerd werd door het behavioral agency theorie (een variant van de gewone agency theorie) en wijst op de voorkeur van individuen om verliezen te vermijden, ten nadele van het realiseren van winsten (Chrisman & Patel, 2012). Deze twee begrippen helpen te verklaren waarom familiebedrijven minder investeren in R&D. R&D-uitgaven worden geassocieerd met complexe activiteiten waarbij familiebedrijven afhankelijk zijn van externe expertise (Carney et al., 2013). Dit kan de controle en bijgevolg de SEW van families in het gevaar brengen. Aangezien Chrisman en Patel (2012) en Gómez-Mejía et al. (2007) uitgaan van loss aversion met betrekking tot de SEW van familiebedrijven, zullen familiebedrijven minder investeren in R&D en dus minder venturing risico nemen.

Toch zijn er ook academici die de risico-aversie van familiebedrijven in verband met het entrepreneurial risico in vraag stellen.

Sommige auteurs maken bijvoorbeeld gebruik van de inzichten van de resource-based view om de risico-aversie van familiebedrijven te betwisten. Zahra (2005) benadrukt de langetermijnnoriëntatie van familiebedrijven. Sirmon en Hitt (2003) gebruiken de term *patient capital* als synoniem. Deze langetermijnnoriëntatie maakt het mogelijk voor familiebedrijven om creatievere en innovatievere strategieën na te streven (Siebels & zu

Knyphausen-Aufseß, 2012). Zahra (2005) haalt daarnaast aan dat de eigenaar-managers zullen handelen als stewards. Dit houdt in dat zij de resources van familiebedrijven gebruiken om waarde te creëren voor het bedrijf en zijn eigenaars, in plaats van louter voor zichzelf. Zahra (2005) verwacht daarom dat familiebedrijven wél bereid zijn om meer entrepreneurial risico te nemen.

In deze masterproef volgen we de visie van de meeste auteurs binnen de literatuur rond familiebedrijven en hun risicogedrag (Hiebl, 2013). We kunnen dus op basis van de agency theorie, het SEW perspectief en consistent met de bevindingen van Anderson et al. (2012), verwachten dat familiebedrijven minder entrepreneurial risico zullen nemen dan niet-familiebedrijven.

Hypothese 1: Familiebedrijven nemen minder entrepreneurial risico dan niet-familiebedrijven.

4.3 Performance hazard risico

Het performance hazard risico is de kans op falen van het bedrijf of het niet halen van vooropgestelde prestatie maatstaven, zoals de prestaties van vorige jaren, als gevolg van eerder genomen beslissingen (Gómez-Mejía et al., 2007).

Gómez-Mejía et al. (2007) veronderstellen dat er in familiebedrijven tegelijkertijd sprake kan zijn van zowel risico-aversie als bereidheid tot het nemen van risico's. Twee contrasterende kenmerken die hun grondslag vinden in twee verschillende risico's. Zoals eerder besproken blijken familiebedrijven vooral risico-avers te zijn met betrekking tot het entrepreneurial of venturing risico, terwijl familiebedrijven wel een hoog performance hazard risico aanvaarden wanneer hun SEW in het gevaar dreigt te komen (Gómez-Mejía et al., 2007).

Gómez-Mejía et al. (2007) definiëren socio-emotional wealth als volgt (zie ook eerder): "By socioemotional wealth we refer to non-financial aspects of the firm that meet the family's affective needs, such as identity, the ability to exercise family influence, and the perpetuation of the family dynasty" (p. 1).

Gómez-Mejía et al. (2007) geven aan dat familieleden hun SEW in het bedrijf willen behouden en daarvoor bereid zijn om meer risico's te nemen. De verklaring hiervoor kan gevonden worden in de *behavioral agency theorie* die gebruik maakt van inzichten van de prospect theorie en de agency theorie (Chrisman & Patel, 2012).

In de behavioral agency theorie verlaat men de assumptie van risico-aversie. Men gaat er in de behavioral agency theorie in de eerste plaats vanuit dat de mate waarin men bereid is om risico's te nemen afhankelijk is van de manier waarop bepaalde problemen

geïnterpreteerd worden. Daarnaast veronderstelt men in de behavioral agency theorie dat individuen het belangrijker vinden om verliezen te voorkomen (door hogere risico's te nemen) dan om winsten te realiseren. In de literatuur aangeduid met de begrippen *problem framing* en *loss aversion* (Chrisman & Patel, 2012; Gómez-Mejía et al., 2007). Familiebedrijven zien het afnemen van hun SEW als een cruciaal verlies en willen als gevolg van hun loss aversion dit verlies vermijden (Gómez-Mejía et al., 2007). Sharfman, Wolf, Chase en Tansik (1988) benadrukken dat wanneer personen verliezen willen vermijden zij *risk seeking* of risicozoekend zijn en dus niet risico-avers.

Vandaar dat familiebedrijven bereid zijn om risico's te nemen die de prestaties van het bedrijf negatief kunnen beïnvloeden of de kans op falen vergroten (Gómez-Mejía et al., 2007). Gómez-Mejía et al. (2007) vinden significant empirisch bewijs dat familiebedrijven bereid zijn om meer performance hazard risico te lopen dan niet-familiebedrijven en halen het behouden van SEW aan als belangrijkste reden.

Naldi et al. (2007) vinden empirisch bewijs dat het nemen van risico's negatief gerelateerd kan worden aan de prestaties van het bedrijf: "Our result suggests that family firms take on risks, but with negative implications for their performance" (p. 41). Familiebedrijven zouden volgens Naldi et al. (2007) minder gebruik maken van formele procedures voor het nemen van beslissingen, waardoor de kans groter is dat deze beslissingen negatieve gevolgen hebben. Wanneer we deze bevinding in de context van SEW plaatsen komt er echter een andere mogelijke verklaring naar voor. Familiebedrijven zijn bereid om extra risico's te nemen die hun SEW waarborgen, zonder daarbij rekening te houden met de gevolgen voor de prestaties van het bedrijf. Hierdoor is de kans reëel dat bepaalde beslissingen de prestaties van deze familiebedrijven negatief beïnvloeden. Maar familiebedrijven aanvaarden deze risico's zodat hun SEW behouden blijft.

Wij zullen de redenering van Gómez-Mejía et al. (2007) volgen en gaan ervan uit dat familiebedrijven meer performance hazard risico nemen.

Hypothese 2: Familiebedrijven nemen meer performance hazard risico dan niet-familiebedrijven.

4.4 Financieel risico

Het financieel risico is het risico dat gepaard gaat met het aangaan van schulden. Veel lenen betekent namelijk hogere interestkosten en het risico bestaat dat bedrijven deze interestkosten niet kunnen terugbetalen. Daardoor stijgt de kans op een faillissement en de daarbij horende kosten (Van Der Elst & Vanbergen, 2011).

González et al. (2012) bestuderen de relatie tussen familiale betrokkenheid en de kapitaalstructuur. Ze maken daarvoor een onderscheid tussen drie mogelijke vormen van familiale betrokkenheid: aandeelhouder, lid van de raad van bestuur of betrokken bij het management van de onderneming.

Wanneer familieleden zetelen in de raad van bestuur, blijkt de schuldgraad van het bedrijf lager. Er is dus een negatieve relatie. González et al. (2012) geven hiervoor twee verklaringen. Een eerste mogelijke verklaring is dat de familiale bestuurders risico-avers zijn, zoals de agency theorie vooropstelt (Jensen, 1986). Een tweede mogelijke verklaring is dat bestuurders het aangaan van schulden eerder zien als een extern controlemechanisme (de bank die de onderneming zal screenen en beperkingen oplegt) en minder als een risico. Wanneer de familieleden echter zetelen in de raad van bestuur kunnen zij zelf het management controleren, waardoor externe controle door banken minder nodig is (soort van substitutie effect). Vandaar de lagere schuldgraad.

Indien er familiale betrokkenheid is in het management, blijkt de schuldgraad opnieuw lager. Ook hier hebben González et al. (2012) twee verklaringen voor. De eerste reden is dezelfde als wanneer familieleden zetelen in de raad van bestuur. Men gelooft dat familieleden risico-avers zijn. De andere reden stelt dat familieleden de familiale rijkdom willen maximaliseren en niet zozeer de waarde van het bedrijf en daarom minder leningen gebruiken. Het is namelijk zo dat wanneer de financiële hefboom positief is, het aangaan van schulden de waarde van het bedrijf verhoogt. Want een positieve financiële hefboom betekent dat de schulden minder kosten dan het rendement dat men ermee kan behalen (Palepu, Healy & Peek, 2013).

In het geval van familiaal aandeelhouderschap blijkt een positieve relatie te bestaan. Opnieuw zijn er twee verklaringen die González et al. (2012) aanhalen. De eerste verklaring is dat familiale aandeelhouders het management verplichten om meer schulden aan te gaan, omwille van het feit dat zij extra controle wensen door de banken. De tweede verklaring benadrukt dat familiale aandeelhouders geen controle willen verliezen en daarom een voorkeur hebben voor schulden bij het financieren van bijvoorbeeld nieuwe projecten ten koste van het ophalen van eigen vermogen.

González et al. (2012) hebben het vooral over een trade-off tussen twee verschillende motivaties die de kapitaalstructuur van een onderneming bepalen. De risico-aversie van familiebedrijven zorgt voor een lager niveau van schulden. Deze risico-aversie ontstaat doordat familiebedrijven ook niet-economische doelstellingen, zoals de wens om het familiebedrijf naar de volgende generaties over te dragen, nastreven. Maar het feit dat men zijn controle in het familiebedrijf wil behouden zorgt dan weer voor een hoger niveau van schulden.

Families staan vaak weigerachtig tegenover het ophalen van nieuw kapitaal, omdat nieuw kapitaal hun controlerende positie in de onderneming kan ondermijnen (Andres, 2013). Vers kapitaal gaat immers gepaard met nieuwe aandeelhouders. Anderzijds kan het aangaan van nieuwe schulden dan weer beschouwd worden als te risicovol. Hogere schulden zorgen namelijk voor een hogere kans op falen (Andres, 2013). Andres (2013) benadrukt dezelfde trade-off die we zagen bij González et al. (2012).

Andres (2013) vraagt zich daarom af, of familiebedrijven te maken krijgen met inefficiënte investeringsbeslissingen. Het al dan niet investeren door familiebedrijven zou immers afhankelijk kunnen zijn van de beschikbaarheid van intern gegenereerde middelen, vermits familiebedrijven geen nieuw kapitaal wensen aan te trekken via externe investeerders en bijgevolg met een tekort aan financiële middelen te maken kunnen krijgen (Kim, Lee & Lee, 2008). Uit zijn empirisch onderzoek concludeert hij dat dit echter niet het geval is. Een opmerkelijke vaststelling is dat familiebedrijven een hogere schuldgraad blijken te hebben dan niet-familiebedrijven. Dit betekent dat er een sterkere afkeer is voor het aantrekken van nieuwe aandeelhouders dan voor het aangaan van schulden.

Croci et al. (2011) tonen zelfs statistisch aan dat familiebedrijven significant minder nieuw kapitaal aantrekken door het uitgeven van nieuwe aandelen dan niet-familiebedrijven. Daarnaast hebben ze ook empirisch bewijs dat familiebedrijven sneller schulden aangaan dan niet-familiebedrijven. Ook Anderson, Mansi en Reeb (2003) komen tot de conclusie dat familiebedrijven een voorkeur hebben voor schuldfinanciering in vergelijking met nieuw eigen vermogen. Anderson et al. (2003) concluderen tevens dat de agency kosten van schulden lager zijn in familiebedrijven en dat familiebedrijven hierdoor tegen een lagere interest leningen kunnen aangaan. Daarnaast blijken familiebedrijven in hun studie een hogere schuldgraad te hebben, wat logisch is gezien de lagere agency kosten van schulden.

Maar Carney et al. (2013) stellen dan weer dat het aangaan van schulden de controle van familieleden ook doet afnemen, aangezien banken allerlei beperkingen kunnen opleggen. Volgens hen zal de kapitaalstructuur van familiebedrijven dan ook minder schulden bevatten. De meeste andere studies komen echter tot de tegenstelde conclusie. Daarom verwachten wij dat familiebedrijven geneigd zijn om meer schulden aan te gaan dan niet-familiebedrijven en dus bereid zijn om een hoger financieel risico te nemen.

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

5 Financial slack als modererende variabele

5.1 Algemeen

In de literatuur vinden we verschillende studies terug waarbij financial slack, of enkele aanverwante begrippen zoals organizational slack of slack resources, uitdrukkelijk aan bod komen en behandeld worden. De meest gebruikte definities vinden we in het werk van Bourgeois (1981) en Nohria en Gulati (1996). Meer recentere studies (o.a. Lee, 2011 en Zona, 2012) hanteren vooral de definitie van Nohria en Gulati (1996).

De definitie van Bourgeois (1981) luidt als volgt :

Organizational slack is that cushion of actual or potential resources which allows an organization to adapt successfully to internal pressures for adjustment or to external pressures for change in policy, as well as to initiate changes in strategy with respect to the external environment. (p. 602)

Nohria en Gulati (1996) definiëren slack als: "the pool of resources in an organization that is in excess of the minimum necessary to produce a given level of organizational output" (p. 1246).

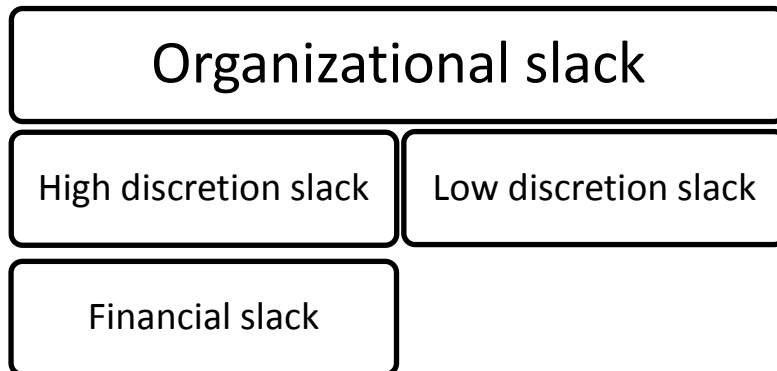
Daarnaast zien we dat in de literatuur een belangrijk onderscheid wordt gemaakt tussen twee soorten slack. Deze indeling is gebaseerd op de discretionaire bevoegdheid waarover het management beschikt bij het gebruiken of heralloceren van middelen, het gaat om *high discretion slack* of *unabsorbed slack* en *low discretion slack* of *absorbed slack* (o.a. George, 2005; Nohria en Gulati, 1996; Sharfman et al., 1988; Singh, 1986). Lee (2011) maakt een vergelijkbare onderverdeling. Hij heeft het over *available slack* en *potential slack*.

Slack met een hoge discretionaire bevoegdheid is bijvoorbeeld cash en vorderingen en komt overeen met available slack. Het gaat eigenlijk om de residuele middelen die men met het meeste vrijheid kan gebruiken voor alternatieve uitgaven, aangezien deze middelen nog niet verbonden zijn aan bepaalde bestemmingen (Lee, 2011). Kim, Kim en Lee (2008) beschouwen financial slack als het overschot aan allerlei financiële middelen zoals cash en vorderingen. We kunnen dus concluderen dat organizational slack en financial slack niet helemaal hetzelfde zijn, financial slack is een onderdeel van organizational slack (Lee, 2011). Lee (2011) definieert financial slack als volgt: "those resources which an organization has acquired which are not committed to a necessary expenditure and can be used in a discretionary manner" (p. 2).

In deze definitie benadrukt Lee (2011) opnieuw de discretionaire bevoegdheid die typisch is voor financial slack. Vandaar dat high discretion slack en financial slack min of meer hetzelfde zijn. Dit wordt bevestigd in de literatuur aangezien Kim et al. (2008) voor financial slack en Liu, Lin en Cheng (2011) voor high discretion slack, dezelfde proxy gebruiken nl. de current ratio.

Slack met een lage discretionaire bevoegdheid of absorbed slack wordt eerder gezien als middelen die reeds aan bepaalde kosten werden toegewezen zoals bijvoorbeeld de voorraad van bedrijven (Sharfman et al., 1988; Singh, 1986). Nohria en Gulati (1996) benadrukken het eerdere langetermijnkarakter van low discretion slack. De middelen worden in het begin van de planningsperiode toegewezen en komen pas terug vrij (indien er overschotten zijn) bij het begin van de volgende planningsperiode. Terwijl high discretion slack haast onmiddellijk herbruikbaar is.

Figuur 2: soorten slack (eigen figuur)



5.2 Is financial slack goed of slecht?

In de literatuur worden twee contrasterende visies omtrent slack vaak gebruikt. De agency theorie ziet financial slack als een bron van agency problemen dat enkel zal leiden tot inefficiënties, het nemen van minder risico's en slechtere prestaties (Kim et al., 2008).

Financial slack zal verspild worden aan inefficiënte projecten in het voordeel van de agenten en zal dus niet gebruikt worden om de waarde van het bedrijf te verhogen (Jensen, 1986). De hoge discretionaire bevoegdheid van financial slack speelt hierin een belangrijke rol (Lee, 2010). Financial slack wordt binnen de negatieve context van de agency theorie dus gezien als een element dat de agency problemen zal versterken en bijgevolg agency kosten met zich mee brengt (Lee, 2010; Nohria & Gulati, 1996). Financial slack wordt binnen deze visie daarom best beperkt tot een minimum. Sommige auteurs stellen immers dat bedrijven met minder slack hun bestaande resources op een efficiëntere manier gebruiken en dat slack enkel zorgt voor verspilling (o. a. George, 2005; Liu et al., 2011).

Liu et al. (2011) benadrukken daarnaast dat de aanwezigheid van financial slack kan leiden tot verlaagde prestaties en inzet van het management, omdat er minder competitieve druk lijkt te zijn wanneer er een overschot aan middelen is. Dit kan in verband gebracht worden met de bevindingen van Singh (1986), die financial slack relateert aan de prestaties van het bedrijf. Betere prestaties leiden tot meer financial slack, vandaar dat het management denkt zeer competitief te zijn en zijn inzet zal verminderen.

De RBV heeft een veel positievere visie op financial slack. De RBV beschouwt de onderneming als een geheel van resources. Financial slack kan binnen deze context gezien worden als ongebruikte middelen. Deze ongebruikte middelen zouden dan, wanneer voldaan wordt aan de assumpties van de RBV en de voorwaarden opgesomd door Barney (1991), kunnen leiden tot een competitief voordeel (George, 2005; Lee, 2011). Penrose (1959, in Lockett et al., 2009) stelt dat het bedrijf enkel kan groeien wanneer het beschikt over *surplus resources*, wat betekent dat bedrijven meer middelen bezitten dan noodzakelijk. Wanneer een bedrijf dus over surplus resources beschikt, in de zin van financial slack, zal het kunnen groeien. Financial slack kan binnen deze context gezien worden als essentieel voor de onderneming.

In de literatuur zien we tevens verschillende functies van financial slack terugkomen, waaruit we kunnen afleiden dat financial slack onmisbaar is. Dit blijkt bijvoorbeeld al uit de definitie die Bourgeois (1981) hanteert voor organizational slack (zie eerder). Deze auteur ziet slack onder meer als een schok absorbeerder, maar we vinden in de literatuur ook nog andere functies die slack kan vervullen.

In de eerste plaats speelt slack een belangrijke rol in het oplossen van conflicten die kunnen bestaan tussen de verschillende coalities in een familiebedrijf (Bourgeois, 1981; Lee, 2011; Nohria & Gulati, 1996). Met voldoende slack is er een oplossing voor elk probleem (Bourgeois, 1981). Daarnaast heeft slack een belangrijke stabiliserende rol. Het helpt bedrijven met overleven door hen te ondersteunen bij het nastreven van opportuniteiten en het omgaan met externe bedreigingen (Lee, 2011). Slack zorgt er namelijk voor dat wanneer er een teveel aan middelen is, deze geabsorbeerd worden en later bij tekort aan middelen, opnieuw gebruikt kunnen worden (Lee, 2011). Slack beschermt bedrijven tegen *environmental shocks*, vermits het mogelijk wordt om op een goede manier om te gaan met veranderingen in de omgeving. Slack fungeert in die zin als een soort buffer (George, 2005; Sharfman et al., 1988). Tot slot ziet Lee (2011) slack als "a facilitator of innovation" (p. 5). Dankzij financial slack heeft het bedrijf extra middelen en wordt het mogelijk om nieuwe opportuniteiten te ontdekken (Kim et al., 2008). Bedrijven kunnen tevens op een veilige manier experimenteren aangezien mindere resultaten kunnen worden opgevangen (Lee, 2011). Experimenteren houdt in

dat het mogelijk wordt projecten uit te voeren die voordien als te risicovol werden beschouwd. Nohria en Gulati (1996) vatten deze laatste rol van financial slack goed samen:

Slack causes relaxation of controls and represents funds whose use may be approved even in the face of uncertainty. Slack allows pursuit of innovative projects because it protects organizations from the uncertain success of those projects, fostering a culture of experimentation. Slack resources permit firms to more safely experiment with new strategies by, for example, introducing new products and entering new markets. (p. 1247)

5.3 Financial slack en het entrepreneurial risico

Eerder vroegen we ons af of familiebedrijven meer of minder entrepreneurial risico nemen dan niet-familiebedrijven. Op basis van onder andere de bevindingen van Anderson et al. (2012) en Naldi et al. (2007) veronderstelden we dat in familiebedrijven de tendens gaat richting het nemen van minder entrepreneurial risico. De aanwezigheid van financial slack kan deze relatie mogelijk beïnvloeden.

We volgen wat betreft het entrepreneurial risico vooral de resource based view en gaan ervan uit dat financial slack familiebedrijven kan aanzetten tot het nemen van meer risico's. De RBV beschouwt financial slack namelijk als goed, omdat het extra resources zijn die competitieve voordelen kunnen opleveren (George, 2005). Hierdoor kan financial slack het innovatieve klimaat verhogen en kunnen bedrijven geneigd zijn om meer te investeren in bijvoorbeeld R&D (Lee, 2011).

Nohria en Gulati (1996) volgen dezelfde lijn en gaan dieper in op hoe belangrijk financial slack kan zijn voor de onderneming en voor het creëren van een innovatief klimaat. Ze focussen zich hierbij vooral op de verschillende functies die financial slack kan vervullen in een organisatie. Deze werden al eerder besproken, maar het is vooral de laatste functie die een belangrijke rol speelt met betrekking tot het entrepreneurial risico. Lee (2011) beschouwt financial slack zoals eerder aangehaald immers als een soort instrument dat innoveren vergemakkelijkt. Financial slack biedt bescherming tegen slechte prestaties en kan bedrijven aanzetten om meer te innoveren en experimenteren en dus meer entrepreneurial risico te nemen, net omdat slechte prestaties kunnen worden opgevangen (Lee, 2011; Nohria & Gulati, 1996).

Maar het niveau van financial slack (veel of weinig) waarover een familiebedrijf beschikt, speelt een belangrijke rol. Sharfman et al. (1988) suggereren dat elk bedrijf een optimale hoeveelheid van financial slack heeft. Te veel financial slack kan leiden tot inefficiëntie, overmoed (te optimistisch), laksheid (slechte discipline), minder investeringen, etc. (George, 2005; Kim et al., 2008; Nohria & Gulati, 1996; Zona, 2012). Kortom te veel financial slack kan ervoor zorgen dat het gebruikt wordt voor de verkeerde doeleinden, zoals vooropgesteld wordt in de agency visie op financial slack.

Nohria en Gulati (1996) bestudeerden de relatie tussen slack en innovatie. Zij verwachtten een curvilineaire relatie. Dit betekent dat de aanwezigheid van financial slack initieel zorgt voor meer innovatie (slack stimuleert experimenteren), maar dat bij een te hoog niveau van slack dit effect, als gevolg van de laksheid die ontstaat, weer verdwijnt. Hun empirisch onderzoek ondersteunde de verwachte relatie. Kim et al. (2008) bestudeerden de relatie tussen financial slack en investeringen in R&D. Net zoals Nohria en Gulati (1996) stelden zij een inverse U-vormige relatie voorop en werd hun verwachting door het empirisch onderzoek bevestigd.

Wij verwachten daarom dat de aanwezigheid van financial slack in familiebedrijven het nemen van entrepreneurial risico initieel zal bevorderen, maar dat het effect daarna terug zal afzwakken, omwille van de negatieve effecten die te veel slack met zich meebrengt.

Hypothese 4: De aanwezigheid van financial slack in familiebedrijven zal er initieel voor zorgen dat er meer entrepreneurial risico wordt genomen dan niet-familiebedrijven, maar de negatieve effecten van te veel financial slack doen dit effect na verloop van tijd terug afnemen.

5.4 Financial slack en het performance hazard risico

Wat betreft het performance hazard risico, stelden we eerder al voorop dat bedrijven er alles aan zullen doen om hun socio-emotional wealth te behouden en daarom bereid zijn om hogere risico's te aanvaarden met betrekking tot hun prestaties (Gómez-Mejía et al., 2007). Volgens Gómez-Mejía et al. (2007) ontstaat hierdoor een paradox, omdat het niet halen van de vooropgestelde prestatie maatstaven kan leiden tot falen. Dit is natuurlijk ook helemaal niet wat familiebedrijven wensen te bereiken, aangezien in dat geval de volledige SEW verdwijnt. Maar familiebedrijven zijn volgens Gómez-Mejía et al. (2007) bereid om deze gok te wagen.

Ook hier vertrekken we van de RBV die financial slack ziet als een positief gegeven en waardoor bijgevolg enkele nuttige functies kunnen worden toebedeeld aan financial slack (zoals eerder beschreven). Vanuit het standpunt dat financial slack kan gebruikt worden als buffer tegen slechte prestaties (Bourgeois 1981; Kim et al., 2008; Lee, 2011), bestaat de kans dat de aanwezigheid van financial slack familiebedrijven aanzet tot het nemen van meer risico's, met als doel het vrijwaren van hun SEW. Slechte prestaties kunnen immers worden opgevangen. Slack heeft ook een belangrijk psychologisch effect (Lee, 2011). Het helpt bij het rationaliseren van de ondernomen acties, vooral wanneer deze uiteindelijk geleid hebben tot slechtere prestaties.

Anderzijds vermelden sommige auteurs (Kim et al., 2008; Liu et al., 2011) dat bedrijven financial slack zullen gebruiken voor het nastreven van macht en prestige en voor het opbouwen van een imperium (wat in de context van familiebedrijven kan gezien worden als het handhaven van de familiale dynastie). Deze drie elementen behoren tot de SEW van familiebedrijven (Gómez-Mejía et al., 2007). Vandaar dat we ook vanuit deze eerder negatieve, agency visie op financial slack kunnen verwachten dat familiebedrijven meer performance hazard risico willen lopen.

Omwille van het voorgaande verwachten we dat financial slack de eerder aangehaalde relatie tussen familiebedrijven en het performance hazard risico zal versterken. We kunnen echter niet verwijzen naar andere studies. De literatuur omtrent het performance hazard risico is beperkt en er werden geen andere studies gevonden waarin financial slack werd gerelateerd aan het performance hazard risico, zoals geïntroduceerd door Gómez-Mejía et al. (2007).

Hypothese 5: De aanwezigheid van financial slack zorgt ervoor dat familiebedrijven bereid zijn om nog meer performance hazard risico te lopen dan niet-familiebedrijven.

5.5 Financial slack en het financieel risico

Zoals eerder aangehaald zijn er voor familiebedrijven nadelen verbonden aan zowel het aantrekken van nieuw eigen vermogen als het aangaan van schulden (o.a. Andres, 2013; González et al., 2012). Nieuw eigen vermogen zorgt voor nieuwe aandeelhouders en kan de bestaande controlepositie van de families ondermijnen (González et al., 2012). Anderzijds verhogen schulden de kans op faillissement en beantwoorden daarom niet aan de risico-appetijt van familiebedrijven (Andres, 2013). Uit onderzoek bleek dat familiebedrijven schulden als financieringsvorm prefereren.

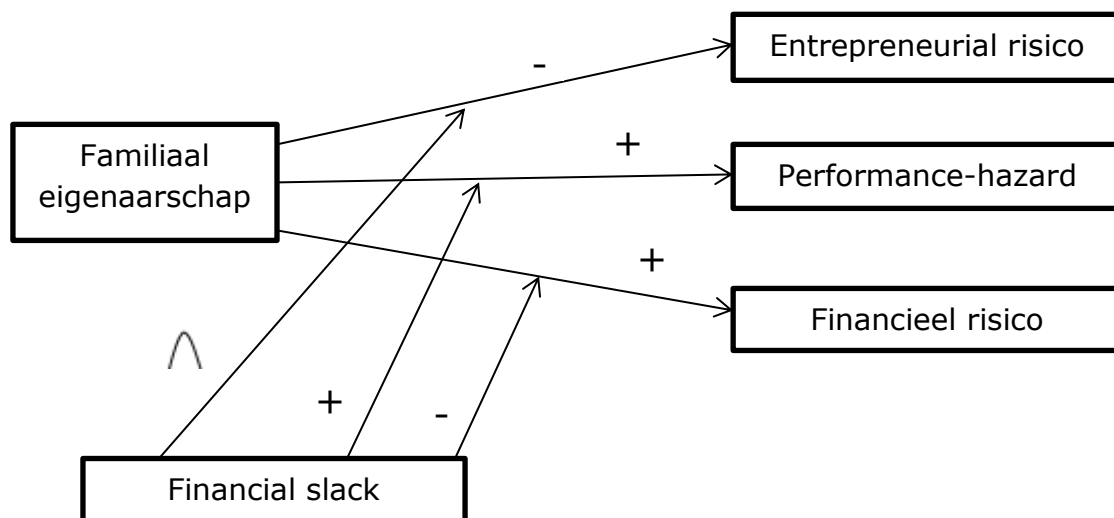
De aanwezigheid van financial slack houdt in dat familiebedrijven nieuwe projecten kunnen financieren met interne middelen en niet te maken krijgen met de nadelen die nieuw eigen vermogen en schulden met zich mee brengen. Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente en Castrillo (2007) stellen dat familiebedrijven bij voorkeur eerst gebruik maken van eigen middelen en pas schulden aangaan wanneer er een tekort is aan interne middelen. Dit stemt overeen met de *Pecking Order theorie*. De Pecking Order theorie (geïntroduceerd door Myers en Majluf, 1984) gaat ervan uit dat bedrijven in het algemeen een voorkeur hebben voor intern gegenereerde middelen ten nadele van externe middelen zoals schulden en nieuw eigen vermogen (Blanco-Mazagatos et al., 2007). Myers en Majluf (1984) baseren zich op onder andere de informatie-asymmetrie die bestaat tussen de managers en banken om die voorkeur te verklaren. Blanco-Mazagatos et al. (2007) halen aan dat de wil om de controle over het familiebedrijf te behouden één van de belangrijkste redenen is waarom interne middelen zo populair zijn. McMahon (2006) stelde in zijn exploratieve studie vast dat de schuldfinanciering bij Australische KMO's veel lager was bij de KMO's die over hogere niveaus van financial slack konden beschikken.

Natuurlijk kunnen interne middelen enkel als evenwaardig substituut voor schulden gebruikt worden als deze middelen niet misbruikt worden. Dit wil zeggen dat we ervan uitgaan dat er geen agency problemen zijn. Deze zouden namelijk kunnen vermijden dat de interne middelen gebruikt worden voor de juiste doeleinden. We volgen de RBV die financial slack tevens ziet als resources die zorgen voor competitieve voordelen en die aanneemt dat bedrijven deze resources op een efficiënte manier zullen gebruiken.

Rekening houdend met al het voorgaande, verwachten we dat de aanwezigheid van financial slack in familiebedrijven ervoor zal zorgen dat er minder schulden worden aangegaan. Familiebedrijven die normaal gebruik maakten van schuldfinanciering, zullen door de aanwezigheid van financial slack overschakelen op deze intern gegenereerde middelen. Financial slack heeft in dit geval een negatief modererend effect op de eerder besproken relatie tussen familiaal eigenaarschap en het financieel risico.

Hypothese 6: Familiebedrijven die beschikken over financial slack nemen minder financieel risico dan niet-familiebedrijven.

Figuur 3: visuele voorstelling hypothesen (eigen figuur)



6 Onderzoekopzet

In de twee voorgaande hoofdstukken werden de hypothesen geïntroduceerd. Zoals reeds vermeld in het begin van deze masterproef, is het de bedoeling om op basis van gegevens van bedrijven na te gaan of de vooropgestelde hypothesen kunnen worden onderbouwd met bevindingen uit de praktijk. In dit hoofdstuk wordt daarom eerst dieper ingegaan op de manier waarop de gegevens verzameld werden. Daarna focussen we ons op de afhankelijke variabelen, de onafhankelijke variabelen en de controlevariabelen.

6.1 Dataverzameling

De benodigde gegevens om het risicogedrag van familiebedrijven en het effect van financial slack op dit risicogedrag te onderzoeken werden verkregen met behulp van de internetapplicatie van Bureau van Dijk, namelijk Bel-first. Deze applicatie bevat de bedrijfsgegevens van nagenoeg alle Belgische – en de belangrijkste Luxemburgse ondernemingen.

Via Bel-first werden initieel enkele zoekfilters gebruikt om tot een database te komen, die daarna naar Excel werd geëxporteerd. In Excel werden vervolgens nog enkele bewerkingen uitgevoerd om de uiteindelijke steekproef te bekomen. In wat volgt wordt er dieper ingegaan op de gehanteerde zoekstrategie in Bel-first en de gedane aanpassingen in Excel.

De eerste filters betroffen het selecteren van enkel de actieve en enkel de niet-beursgenoteerde bedrijven. De focus ligt in deze masterproef immers op privébedrijven. Verder werden bedrijven die niet beschikten over een jaarrekening uit de database gelaten. Het is namelijk essentieel voor deze masterproef dat we beschikken over de gegevens van de balans en de resultatenrekening om überhaupt de proxies voor alle variabelen te kunnen berekenen.

Voor bepaalde proxies, zoals die van het entrepreneurial risico, zijn gegevens nodig voor een periode van vijf jaar. Er werd gekozen voor de periode van 2008 tot en met 2012. Dit impliceerde wel dat bedrijven opgericht na 31 december 2007 uit de database moesten worden gelaten. Zij zouden immers voor één of meerdere jaren geen gegevens hebben en achteraf toch verwijderd moeten worden.

Daarna werden nog enkele filters toegevoegd om de database te verkleinen. Zo werd er onder andere voor geopteerd om enkel naamloze vennootschappen en enkel bedrijven uit Limburg te selecteren.

Meerdere auteurs, waaronder Nohria en Gulati (2007), stellen dat het risicogedrag van bedrijven sterk kan bepaald worden door de sector waarin ze actief zijn en vermits bedrijven op basis van de NACE-codes onderverdeeld kunnen worden in verschillende sectoren, werd er daarom voor gekozen om een database op te bouwen die enkel bedrijven uit dezelfde sector bevat. Er werd gekozen voor de industriector (NACE-codes 10 t.e.m. 33). De industriector is een kapitaalintensieve sector met een nog steeds groeiende toegevoegde waarde en waarin nog steeds een hoge tewerkstelling is (al neemt deze wel jaar na jaar af), zowel in Limburg als in de rest van Vlaanderen (De Ruytter, Goesaert, Konings & Reynaerts, 2012). Innovatie met nieuwe technieken (entrepreneurial risico), leningen voor het financieren van het kapitaal (financieel risico) en het halen van de vooropgestelde prestatie maatstaven voor het dekken van de hoge vaste kosten (performance hazard risico), zijn cruciaal voor bedrijven actief in de industriector. Daarom lijkt deze sector zeer geschikt om het risicogedrag van familiebedrijven te onderzoeken.

Uiteindelijk bestond de opgestelde database uit zo'n 900-tal bedrijven en werd deze geëxporteerd naar Excel om nog enkele noodzakelijke aanpassingen uit te voeren en om de uiteindelijke steekproef te selecteren.

Om de missing values te minimaliseren, werden de ondernemingen in Excel geordend op basis van de grootte van hun totaal actief in 2012. De eventuele bias die door deze ordening zou kunnen optreden, werd aan de kaak gesteld door in de regressies een variabele op te nemen die controleert voor de grootte van het totaal actief (zie 6.2.3 *Controlevariabelen*). Bedrijven waarvoor de grootte van het totaal actief in 2012 niet gegeven was, werden uit de database verwijderd.

Daarna werd uit deze database (nu geordend op basis van grootte van het totaal actief) een steekproef getrokken van 300 bedrijven. Per bedrijf moest worden bepaald of het ging om een familiebedrijf of een niet-familiebedrijf. De criteria die hiervoor gebruikt werden zijn niet op basis van het aandeelhouderschap zoals de meeste andere studies. De reden daarvoor is dat de informatie omtrent het aandeelhouderschap via Bel-first vaak niet volledig of onduidelijk is. De gebruikte criteria zijn daarom de volgende en werden reeds in andere studies gebruikt:

- De naam van één van de bestuurders maakt deel uit van de naam van de onderneming of
- de onderneming bestaat uit meer dan één bestuurder en minimum twee van hen hebben dezelfde familienaam of
- één van de bestuurders woont op hetzelfde adres als het adres van de onderneming of

-minimum twee van de bestuurders van de onderneming hebben niet dezelfde familienaam, maar leven wel op hetzelfde privé adres (Steijvers, 2006).

Als één of meerdere van deze criteria voldaan zijn, kan men veronderstellen dat het bedrijf in kwestie kwalificeert als een familiebedrijf. Deze ex ante classificatie blijkt in meer dan 95% van de gevallen overeen te komen met de ex post classificatie op basis van een vragenlijst (Steijvers, 2006). Daarom zijn deze criteria geschikt om familiebedrijven te onderscheiden van niet-familiebedrijven.

Vervolgens werden nog enkele bedrijven uit de steekproef verwijderd omwille van verscheidene redenen. Vennootschappen die enkel bestuurders hadden die geen natuurlijk persoon waren, werden verwijderd. Ook werden sommige vennootschappen uit de steekproef gelaten wanneer de raad van bestuur bestond uit één natuurlijke persoon en één of meerdere vennootschappen, maar er geen additionele informatie werd gevonden omtrent die bestuurder-vennootschappen. Bij deze bedrijven was het immers onmogelijk om te bepalen of het ging om een familiebedrijf of niet. Andere bedrijven hadden dan weer helemaal geen informatie over hun bestuurders, ook zij werden verwijderd.

Tot slot werd de steekproef nog gecontroleerd op missing values (niet-ingevulde cellen). Bedrijven met missing values werden verwijderd en uiteindelijk bleven er van de 300 initieel geselecteerde bedrijven 245 over.

6.2 Variabelen

Deze sectie zal achtereenvolgens aandacht besteden aan de afhankelijke variabelen, de onafhankelijke variabelen en de controlevariabelen die essentieel zijn voor het empirisch onderzoek. Er zal bij elke variabele worden aangegeven welke proxy gebruikt werd en welke andere studies reeds van dezelfde of een vergelijkbare proxy gebruik gemaakt hebben.

6.2.1 Afhankelijke variabelen

Zoals reeds aangehaald maakten we wat betreft het risicogedrag van familiebedrijven een onderscheid tussen drie verschillende risico's: het entrepreneurial risico, het performance hazard risico en het financieel risico. Aangezien we trachten te onderzoeken in welke mate het risicogedrag van familiebedrijven verschilt van dat van niet-familiebedrijven, zal elk risico in deze masterproef een afhankelijke variabele zijn.

1) Entrepreneurial risico

Bedrijven zijn gemotiveerd om meer entrepreneurial risico te nemen wanneer de huidige prestaties niet voldoen aan de verwachtingen en zullen in dat geval op zoek gaan naar innovatieve producten of technologieën om de prestaties in de toekomst weer op het gewenste niveau te krijgen (Gómez-Mejía et al., 2007; Singh, 1986).

Pogingen om de prestaties te verbeteren zijn natuurlijk niet altijd succesvol. Daarom kan men verwachten dat bedrijven die veel entrepreneurial risico, nemen een opvallende variabiliteit zullen vertonen in hun bedrijfsprestaties (Gómez-Mejía et al., 2007). Een goede proxy voor het entrepreneurial risico is bijgevolg de standaarddeviatie van de nettorendabiliteit of ook wel de return on assets (ROA) genoemd. We gebruiken de standaarddeviatie als maatstaf voor de variabiliteit, aangezien dit de gemiddelde afwijking is ten opzichte van het gemiddelde (Stock & Watson, 2012). Croci et al. (2011) stellen dat de nettorendabiliteit een goede maatstaf is voor de prestaties van een bedrijf.

Gómez-Mejía et al. (2007) gebruiken bij het meten van het venturing risico een gelijkaardige proxy. Het entrepreneurial risico werd daarom met behulp van een functie in SPSS berekend als de standaardafwijking van de nettorendabiliteit voor de periode 2008-2012.

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Entrepreneurial_risico	245	,27	22,46	5,5192	4,09753

Wanneer we kijken naar de beschrijvende statistieken zien we dat er een groot verschil is tussen de minimum- en de maximumwaarde. Het ene bedrijf heeft duidelijk veel minder variatie in haar prestaties dan het andere, wat wijst op grote verschillen in het nemen van entrepreneurial risico.

2) Performance hazard risico

Dit is zoals eerder aangestipt het risico dat het bedrijf in falen gaat of dat het de vooropgestelde prestatie maatstaven niet haalt, als gevolg van beslissingen die in het verleden werden genomen (Gómez-Mejía et al., 2007). De focus ligt dus op de mogelijke negatieve gevolgen die bepaalde beslissingen kunnen hebben.

Aangezien beslissingen die bijvoorbeeld in 2008 genomen werden, gereflecteerd worden in de prestaties van de jaren nadien, kan men door te kijken naar het verschil in prestaties tussen bijvoorbeeld 2012 en 2008, een idee krijgen van het performance hazard risico dat bedrijven hebben gelopen. Een methode die door Gómez-Mejía et al. (2007) aangeduid wordt als *historical target achievements*. Hoe groter de discrepantie tussen de prestaties van de referentiejaren, hoe sterker men kan aannemen dat er meer performance hazard risico werd genomen (Gómez-Mejía et al., 2007).

In deze masterproef wordt een vergelijkbare methode gebruikt. We nemen bijgevolg het verschil in prestaties tussen 2012 en 2008 als proxy voor het performance hazard risico. Als maatstaf voor de prestaties gebruiken we opnieuw de nettorendabiliteit (ROA).

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Performance_hazard_risico	245	-43,59	30,96	-2,6104	9,87349

Uit de beschrijvende statistieken blijkt dat de gemiddelde discrepantie negatief is. Dit is opvallend, aangezien men zou verwachten dat de prestaties in 2012 over het algemeen beter zouden zijn dan in 2008 (crisisjaar). Natuurlijk is het wel zo dat de industriesector sterke concurrentie krijgt uit landen met lagere loonkosten, wat een mogelijke verklaring zou kunnen zijn. De standaardafwijking is groot (bijna vier keer groter dan de absolute waarde van het gemiddelde), wat duidt op grote verschillen in performance hazard risico gelopen door de bedrijven in de steekproef.

3) Financieel risico

Het financieel risico kan gerelateerd worden met het aangaan van schulden. Lenen houdt in dat het geleende bedrag uiteindelijk ook moet worden terugbetaald, inclusief extra interestkosten. Hierdoor is er een verhoogde kans op een faillissement en de daarbij horende kosten (Van der Elst & Vanbergen, 2011).

Het is vanzelfsprekend dat de schuldgraad daarom een goede proxy is om het financieel risico te meten. Vermits we gegevens gebruiken over een periode van vijf jaar, gebruiken we in deze masterproef het gemiddelde van de schuldgraad in deze periode als proxy. De schuldgraad is de verhouding tussen het vreemd vermogen en de totale activa. Meer leningen wil zeggen meer schulden en bijgevolg een hogere schuldgraad en dus een hoger financieel risico. Zowel Croci et al. (2012) als González et al. (2012) maken gebruik van vergelijkbare ratio's.

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Financieel_risico	245	4,16	95,14	54,0963	23,13612

We kunnen vaststellen dat de bedrijven in de steekproef gemiddeld ongeveer de helft van hun bedrijf financieren met vreemd vermogen. Maar er zijn natuurlijk heel wat verschillen; het maximum benadert een bijna volledige financiering met schulden. Terwijl het minimum slechts een schuldpercentage van 4,16 procent bedraagt, wat zeer weinig is voor een kapitaalintensieve sector zoals de industriesector.

6.2.2 Onafhankelijke variabelen

Aangezien we een idee willen krijgen van de verschillen in risicogedrag tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven en het effect van financial slack op het risicogedrag, moeten we rekening houden met twee belangrijke onafhankelijke variabelen: familiebedrijf en financial slack.

1) Familiebedrijf

Deze onafhankelijke variabele is een dummy-variabele. Dit wil zeggen dat ze slechts twee waarden kan aannemen: 0 of 1. Indien het bedrijf in kwestie een familiebedrijf is, zal de dummy-variabele de waarde 1 hebben, in andere gevallen de waarde 0. In het eerste deel van dit hoofdstuk werd reeds aangehaald op basis van welke criteria een onderscheid werd gemaakt tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven.

Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 0	68	27,8	27,8	27,8
1	177	72,2	72,2	100,0
Total	245	100,0	100,0	

Van de 245 bedrijven in de steekproef bleek 72,2 procent een familiebedrijf te zijn. Dit is een realistisch percentage, aangezien in heel België ongeveer 77 procent van de bedrijven beschouwd kan worden als een familiebedrijf (Lambrecht & Molly, 2011).

2) Financial slack

Zoals reeds aangehaald bestaan er verschillende soorten slack. Er kan bijvoorbeeld een onderscheid gemaakt worden tussen slack met een hoge discretionaire en slack met een lage discretionaire bevoegdheid (o.a. George, 2005). Daarnaast kan slack ook verschillende functies invullen. Het kan bijvoorbeeld bedrijven aanzetten tot innovatie of het kan dienen als een buffer tegen slechte prestaties en onverwachte omstandigheden (o.a. Kim et al., 2008; Lee, 2011; Nohria & Gulati, 1996).

Financial slack kan vooral gezien worden als de overschot aan middelen die het bedrijf ter zijner beschikking heeft (Lee, 2011). Bijgevolg vormen de liquiditeitsratio's een goede benadering voor het meten van de financial slack die aanwezig is in bedrijven. Uit de meta-analyse van Daniel, Lohrke, Fornaciari en Andrew Turner Jr. (2004) blijkt dat heel wat studies de current ratio gebruiken als proxy voor financial slack. Deze ratio is de verhouding tussen de vlottende activa en de schulden op korte termijn en meet dus in welke mate de schulden op korte termijn kunnen worden afgelost. Alle middelen die het bedrijf over heeft na het nakomen van die verplichtingen, kunnen beschouwd worden als financial slack.

In deze masterproef zal het gemiddelde van de current ratio's van 2008 tot en met 2012 gebruikt worden als proxy voor financial slack. Om het modererend effect van financial slack na te gaan is het belangrijk dat er ook een interactieterm met de variabele familiebedrijf wordt geïntroduceerd.

6.2.3 *Controlevariabelen*

Specifieke karakteristieken van bedrijven kunnen hun risicogedrag beïnvloeden (Hiebl, 2013). Daarom worden enkele controlevariabelen geïntroduceerd en opgenomen in de regressies, om ervoor te zorgen dat de coëfficiënten bij de onafhankelijke variabelen een hogere betrouwbaarheid hebben (Stock en Watson, 2012). Er zal gecontroleerd worden voor de grootte, de leeftijd en de prestaties van de bedrijven.

1) Grootte van de onderneming

Hiebl (2013) stelt dat verschillende studies onderzoek hebben verricht naar het effect van de grootte van het bedrijf op haar risicogedrag. De meerderheid van deze studies komt tot de conclusie dat grotere bedrijven meer risico's nemen (o.a. González et al., 2012). Het is daarom zeker relevant om deze controlevariabele op te nemen.

Er zijn verschillende mogelijkheden om te controleren voor grootte. Men zou bijvoorbeeld kunnen kijken naar de omzet of het aantal werknemers van een bedrijf. De meeste wetenschappelijke studies (o.a. Kim et al., 2008) maken echter gebruik van het totaal actief en meer bepaald van het natuurlijk logaritme van het totaal actief (om een normaalverdeling beter te benaderen). Als proxy voor de grootte van het bedrijf zal in deze masterproef dezelfde methode worden toegepast. We berekenen daarom het natuurlijk logaritme van het totaal actief van 2012.

2) Leeftijd van de onderneming

Ook de leeftijd van de onderneming kan een belangrijke rol spelen. Jonge bedrijven hebben vaak weinig ervaring en zijn vaak minder rendabel. Dit zou kunnen betekenen dat ze minder risico's nemen dan oudere bedrijven. Natuurlijk kan het omgekeerde ook waar zijn, om een sterke speler te worden binnen de sector moet men risico's durven nemen. Dit zou dan impliceren dat jongere bedrijven meer risico's nemen. Moge het duidelijk zijn dat de leeftijd van de onderneming een belangrijke controlevariabele is wanneer men het risicogedrag van bedrijven bestudeert.

De leeftijd van de onderneming is simpel te berekenen door het jaar van oprichting af te trekken van het laatste jaar van beschikbare gegevens (2012 in deze masterproef). Kim et al. (2008) en González et al. (2012) gebruiken dezelfde methode om de leeftijd van het bedrijf te berekenen.

3) Prestaties van de onderneming

De prestaties van de onderneming is de derde en tevens laatste controlevariabele. Singh (1986) stelt dat wanneer de prestaties lager zijn dan de vooropgestelde cijfers, bedrijven meer risico's nemen. Daarnaast verwacht hij dat wanneer de prestaties hoger zijn dan verwacht, er minder risico's worden genomen. Voor beide gevallen vindt hij empirische ondersteuning. We kunnen bijgevolg verwachten dat de prestaties toch wel een belangrijke determinant kunnen zijn van het risicogedrag.

Net zoals Su en Lee (2013) zullen wij daarom een proxy voor de prestaties van de onderneming opnemen in onze regressies wanneer we het risicogedrag van familiebedrijven bestuderen. Deze auteurs gebruiken daarvoor de ROA. Ook Chrisman en Patel (2012) gebruiken de ROA van het bedrijf als proxy voor de prestaties.

Aangezien wij beschikken over de ROA van 2008 tot en met 2012, berekenen we het gemiddelde van de ROA voor deze periode. Deze waarden nemen we dan mee in de lineaire regressies.

7 Empirisch onderzoek

In dit hoofdstuk wordt allereerst nagegaan of de assumpties voor het mogen uitvoeren van een meervoudige regressieanalyse (OLS) voldaan zijn. Daarna bespreken we de correlatietabel en gaan we dieper in op de resultaten van het empirisch onderzoek.

7.1 Regressievoorwaarden

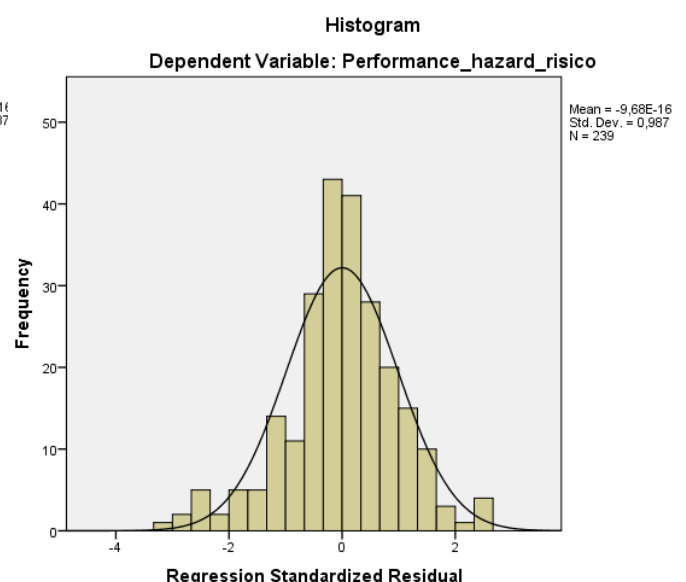
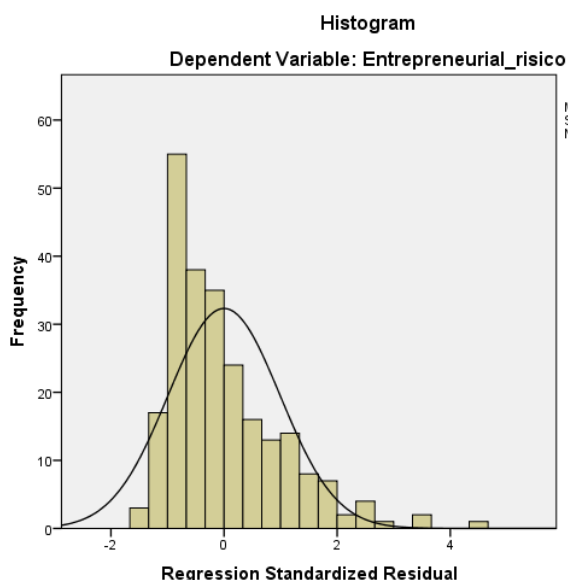
Er zijn vier voorwaarden die voldaan moeten zijn. In de eerste plaats mogen er geen uitschieters (outliers) zijn. Ten tweede moeten de residuen (error term) normaal verdeeld zijn of toch ten minste een normaalverdeling benaderen. De derde voorwaarde houdt in dat de residuen homoscedastisch moeten zijn. Tot slot mag er geen multicollineariteit gevonden worden tussen de variabelen.

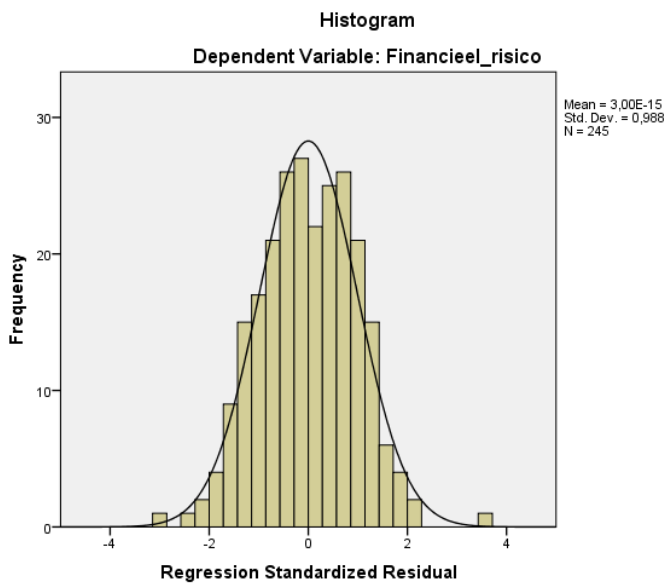
1) Outliers

Het is belangrijk dat de dataset geen outliers bevat. Deze kunnen er immers voor zorgen dat de regressiecoëfficiënten misleidend of vertekend zijn (Stock & Watson, 2012). De outliers werden berekend met behulp van SPSS. Elke waarde groter dan het gemiddelde plus drie keer de standaarddeviatie of kleiner dan het gemiddelde min drie keer de standaarddeviatie werd beschouwd als een uitschieter (De Vocht, 2009). De regressies die verder aan bod komen werden uitgevoerd exclusief de geïdentificeerde uitschieters.

2) De residuen zijn normaal verdeeld

In SPSS werd per afhankelijke variabele nagegaan of aan deze voorwaarde voldaan werd. Uit de onderstaande grafieken leiden we af dat de residuen de normaalverdeling voldoende benaderen. Wanneer de residuen niet normaal verdeeld waren, dan was de meervoudige regressieanalyse geen geschikte analysemethode geweest.

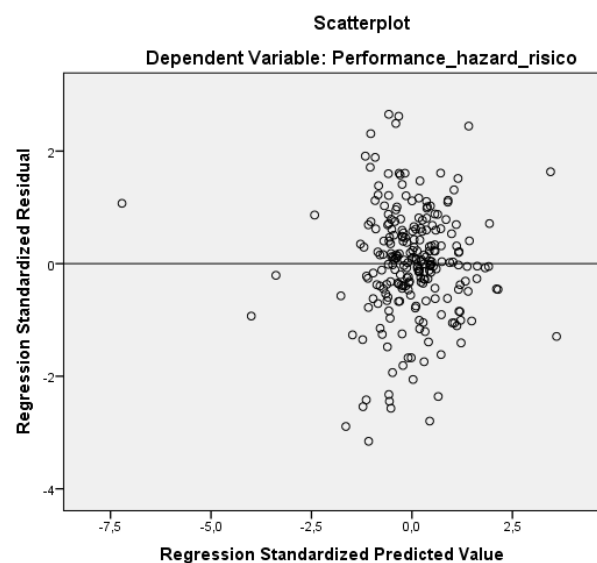
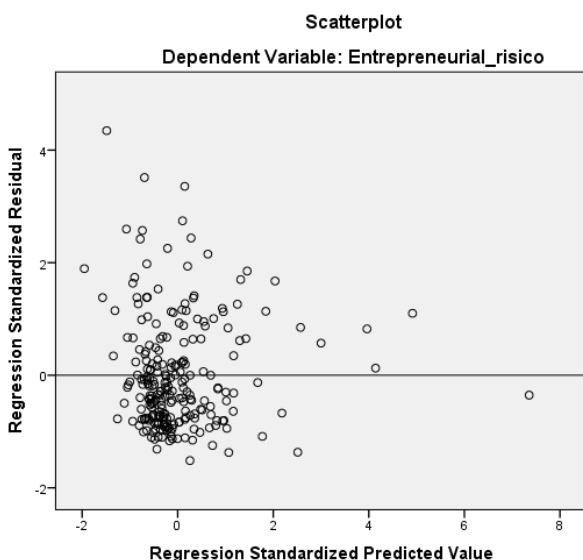


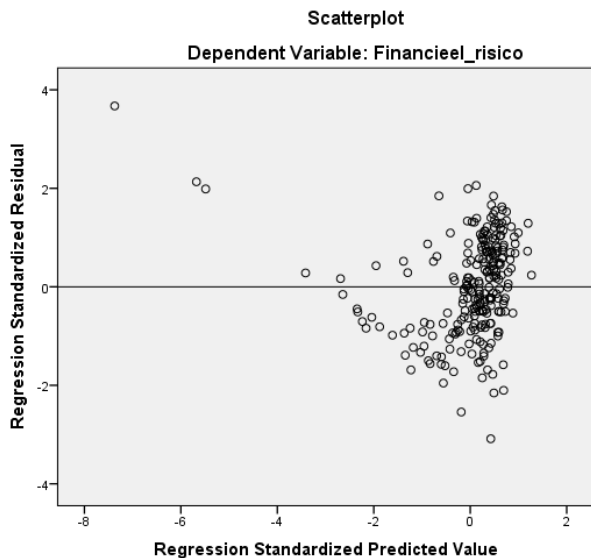


3) Homoscedasticiteit

Om de meervoudige regressieanalyse (OLS) in SPSS te kunnen gebruiken, is het essentieel dat de residuen homoscedastisch zijn. Indien dat niet het geval zou zijn (als er heteroscedasticiteit is), zijn de formules die SPSS gebruikt niet geschikt en zou de WLS-analyse moeten worden toegepast (Stock & Watson, 2012).

Er is sprake van homoscedasticiteit wanneer de variantie van de error term niet afhankelijk is van de waarden die de onafhankelijke variabelen kunnen aannemen (Stock & Watson, 2012). Men kan dit nagaan in SPSS door middel van het opstellen van enkele grafieken. Namelijk door de gestandaardiseerde residuen op de Y-as af te zetten tegen de gestandaardiseerde voorspelde waarden van de afhankelijke variabele op de X-as (De Vocht, 2010). Als de punten dan evenwichtig rond de horizontale nullijn liggen is de variantie constant en kan men aannemen dat er sprake is van homoscedasticiteit (De Vocht, 2010). In de onderstaande grafieken is deze voorwaarde duidelijk vervuld.





4) Multicollineariteit

Wanneer men een meervoudige regressieanalyse wil uitvoeren, moeten de correlatiecoëfficiënten tussen de variabelen bestudeerd worden. Het is namelijk zo dat er sprake kan zijn van perfecte of imperfecte multicollineariteit. In dat geval zijn de resultaten van de regressieanalyse vertekend, wat natuurlijk niet de bedoeling is.

Perfekte multicollineariteit doet zich voor wanneer er tussen enkele variabelen een perfecte lineaire relatie is (Stock & Watson, 2012). De correlatie tussen de variabelen bedraagt dan +1 of -1.

Bij imperfecte multicollineariteit is er sprake van een hoge correlatie (groter dan 0,8) tussen twee of meerdere variabelen, wat ertoe kan leiden dat de schattingen van de meervoudige regressieanalyse onprecies zijn (Stock & Watson, 2012).

Uit de correlatietabel, die in de volgende sectie nog verder besproken zal worden, blijkt dat er geen sprake is van eender welke vorm van multicollineariteit. Aangezien de correlatiecoëfficiënten nooit hoger zijn dan 0,8.

7.2 Correlatietabel

Wat betreft het entrepreneurial risico zien we een negatieve correlatie met de dummy familiebedrijf. Dit is in overeenstemming met onze hypothese dat familiebedrijven minder entrepreneurial risico nemen dan niet-familiebedrijven. Maar deze correlatie is niet significant, waardoor we nog niets kunnen zeggen over mogelijke verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven wat betreft hun risicogedrag. Wel significant is de correlatie met financial slack. We zien een positieve correlatie wat zou betekenen dat bedrijven in het algemeen meer entrepreneurial risico nemen wanneer ze beschikken

over financial slack. Dit is in overeenstemming met Lee (2011) die financial slack ziet als "a facilitator of innovation" (p. 5).

Daarnaast is er ook een significante, positieve correlatie tussen het entrepreneurial risico en de prestaties van de bedrijven. Dit wil zeggen dat bedrijven met betere prestaties meer entrepreneurial risico nemen. Dit is niet in overeenstemming met Singh (1986) die stelt dat bedrijven met betere prestaties net minder risico's nemen. Singh (1986) vindt tevens een significant positieve relatie tussen de prestaties van een onderneming en haar financial slack. In onze correlatietabel vinden we voor die bevinding wél ondersteuning. Er is namelijk een positieve correlatie tussen de prestaties van het bedrijf en haar financial slack. Deze bevinding kan helpen om de positieve correlatie tussen de prestaties van een bedrijf en het entrepreneurial risico enigszins te verklaren. Van bedrijven met betere prestaties wordt verwacht dat zij meer financial slack hebben. Vermits bedrijven met meer financial slack, meer entrepreneurial risico nemen, zou het kunnen dat er toch een positieve relatie is tussen de prestaties van een bedrijf en het nemen van entrepreneurial risico.

Er werden omtrent het performance hazard risico geen significante correlaties gevonden. Bij het financieel risico daarentegen zien we wel enkele significante correlaties. Zo blijkt de leeftijd van de onderneming negatief gecorreleerd te zijn met het financieel risico. Een logische verklaring hiervoor kan zijn dat oudere bedrijven al heel wat interne middelen hebben opgebouwd en daardoor minder behoefte hebben aan schuldfinanciering. Jonge bedrijven hebben daarentegen vaak veel minder middelen ter beschikking en wenden zich bijgevolg sneller naar banken om hun activiteiten te financieren. Daarnaast is er ook een negatieve correlatie met financial slack. Meer financial slack zorgt dus voor het nemen van minder financieel risico. Bedrijven zullen met andere woorden meer aan zelffinanciering doen wanneer er voldoende financial slack aanwezig is in het bedrijf. Tot slot constateren we dat de prestaties en het financieel risico negatief gecorreleerd zijn. Bedrijven die goed presteren nemen dus minder financieel risico, wat in overeenstemming is met de bevindingen van Singh (1986).

Interessant is ook de negatieve correlatie tussen het entrepreneurial risico en het performance hazard risico. Dit zou impliceren dat bedrijven die veel entrepreneurial risico nemen, minder performance hazard risico willen lopen. Dit is in overeenstemming met onze hypothesen, aangezien we verwachten dat familiebedrijven meer performance hazard en minder entrepreneurial risico nemen dan niet-familiebedrijven.

Uit de correlatietabel blijkt ten slotte dat familiebedrijven minder goed presteren dan niet-familiebedrijven (significante correlatie tussen de variabele familiebedrijven en de variabele prestaties). De slechtere prestaties zouden het gevolg kunnen zijn van

mogelijke agency problemen in familiebedrijven (zoals ouderlijk altruïsme). Naldi et al. (2007) suggereren daarnaast dat de beslissingsprocessen in familiebedrijven informeler en intuïtiever zijn, wat de oorzaak zou kunnen zijn van mindere prestaties.

7.3 Resultaten meervoudige regressieanalyse

In deze sectie worden de resultaten gerapporteerd en de regressiemodellen voorgesteld. Per risico wordt nagegaan of er qua gedrag verschillen kunnen worden geïdentificeerd tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Daarna wordt voor elk risico gecontroleerd of financial slack een modererend effect heeft. Anders gesteld, we vragen ons af of de aanwezigheid van financial slack het risicogedrag van bedrijven beïnvloedt.

Bij elk risico maken we gebruik van een samenvattende tabel om de resultaten van de meervoudige regressieanalyse weer te geven, de volledige output van alle regressiemodellen is te vinden in de bijlagen.

7.3.1 Entrepreneurial risico

De dummy-variabele familiebedrijf heeft een negatieve bètacoëfficiënt in model 2. Deze bevinding is in overeenstemming met hypothese 1, die vooropstelt dat familiebedrijven minder entrepreneurial risico nemen dan niet-familiebedrijven. Toch kan hypothese 1 niet aanvaard worden, aangezien de t-waarde die hoort bij de variabele familiebedrijf vrij klein is (0,148) en vermits blijkt dat de bètacoëfficiënt redelijk laag is. Het is omwille van de niet-significante resultaten bijgevolg onmogelijk om conclusies te trekken. We vinden geen empirisch bewijs dat familiebedrijven minder entrepreneurial risico nemen dan niet-familiebedrijven.

Wel zien we dat de regressiecoëfficiënt bij de controlevariabele prestaties significant is (op het 1%-significantieniveau en in alle modellen). Het teken van deze regressiecoëfficiënt is positief, wat impliceert dat betere prestaties het nemen van meer entrepreneurial risico stimuleren. Singh (1986) vond echter empirisch bewijs voor een negatieve relatie tussen het nemen van risico's en de prestaties van bedrijven. Hij stelt dat bedrijven meer risico's nemen wanneer de prestaties niet voldoen aan de verwachtingen. Een mogelijke verklaring, voor de tegengestelde bevinding in deze masterproef, is dat bedrijven enkel meer tijd en geld besteden aan nieuwe, innovatieve producten wanneer het bedrijf goed draait.

Tabel 1: correlaties

		Entrepreneu rial_risico	Performance _hazard_ risico	Financieel_ risico	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	Financial_ Slack	Grootte_ onderneming	Leeftijd_ onderneming	Prestaties
Entrepreneurial_risico	Pearson Correlation	1	-,196**	-,194**	-,074	,151*	-,024	-,056	,363**
	Sig. (2-tailed)		,002	,002	,250	,018	,713	,384	,000
	N	245	245	245	245	245	245	245	245
Performance_hazard_risico	Pearson Correlation	-,196**	1	,062	,006	,022	-,089	,039	-,029
	Sig. (2-tailed)	,002		,331	,930	,737	,166	,544	,649
	N	245	245	245	245	245	245	245	245
Financieel_risico	Pearson Correlation	-,194**	,062	1	-,088	-,642**	,069	-,171**	-,159*
	Sig. (2-tailed)	,002	,331		,168	,000	,283	,007	,013
	N	245	245	245	245	245	245	245	245
Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	Pearson Correlation	-,074	,006	-,088	1	,009	-,122	,080	-,128*
	Sig. (2-tailed)	,250	,930	,168		,886	,056	,210	,045
	N	245	245	245	245	245	245	245	245
Financial_Slack	Pearson Correlation	,151*	,022	-,642**	,009	1	-,015	,060	,208**
	Sig. (2-tailed)	,018	,737	,000	,886		,816	,347	,001
	N	245	245	245	245	245	245	245	245
Grootte_onderneming	Pearson Correlation	-,024	-,089	,069	-,122	-,015	1	,058	-,013
	Sig. (2-tailed)	,713	,166	,283	,056	,816		,366	,839
	N	245	245	245	245	245	245	245	245
Leeftijd_onderneming	Pearson Correlation	-,056	,039	-,171**	,080	,060	,058	1	-,105
	Sig. (2-tailed)	,384	,544	,007	,210	,347	,366		,100
	N	245	245	245	245	245	245	245	245
Prestaties	Pearson Correlation	,363**	-,029	-,159*	-,128*	,208**	-,013	-,105	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,649	,013	,045	,001	,839	,100	
	N	245	245	245	245	245	245	245	245

Hypothese 4 stelde voorop dat de aanwezigheid van financial slack familiebedrijven initieel aanzet om meer entrepreneurial risico te nemen, maar dat dit effect zal afnemen wanneer de beschikbare hoeveelheid financial slack vergroot. Er wordt met andere woorden een curvilineaire relatie verwacht. Model 3 bevat een interactieterm met de variabelen familiebedrijf en financial slack kwadraat. Deze interactieterm is noodzakelijk om rekening te houden met het niveau van financial slack en om te controleren of er ook effectief sprake is van een curvilineaire relatie. Uit de resultaten blijkt dat deze interactieterm, net zoals zijn individuele variabelen, niet significant is. Er is bijgevolg geen sprake van een curvilineaire relatie. Daarom werd in model 4 nagegaan of financial slack mogelijks enkel een positief effect heeft op het nemen van entrepreneurial risico door familiebedrijven. We zien dat het teken bij de interactieterm van de variabelen familiebedrijf en financial slack in overeenstemming is met de verwachtingen, maar we stellen tevens vast dat de regressiecoëfficiënt niet significant is. Financial slack blijkt in onze steekproef het nemen van entrepreneurial risico op geen enkele manier te beïnvloeden. Hypothese 4 kan daarom niet aanvaard worden.

Een mogelijke verklaring voor het niet vinden van een significant modererend effect van financial slack vinden we bij Andres (2013). Hij stelt dat de investeringsbeslissingen, zoals bijvoorbeeld de beslissing om te investeren in innovatieve producten, van familiebedrijven vooral afhankelijk zijn van de opportuniteiten die zich voordoen en dus minder afhankelijk zijn van de middelen waarover zij beschikken (financial slack). In deze context zou financial slack helemaal geen modererend effect hebben. Verder onderzoek omtrent de functie van financial slack binnen familiebedrijven kan uitsluitsel bieden over de relatie die bestaat met het risicogedrag van familiebedrijven.

Tabel 2: samenvatting resultaten entrepreneurial risico

Model 1: $\text{Entrepreneurial_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \epsilon$

Model 2: $\text{Entrepreneurial_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \epsilon$

Model 3: $\text{Entrepreneurial_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \beta_5\text{Financial_slack} + \beta_6\text{Financial_Slack}^2 + \beta_7(\text{Financial_Slack}^2 * \text{Familiebedrijf}) + \epsilon$

Model 4: $\text{Entrepreneurial_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \beta_5\text{Financial_slack} + \beta_6(\text{Financial_Slack} * \text{Familiebedrijf}) + \epsilon$

Variabelen	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	6,827 (4,239)	6,940 (4,316)	6,154 (4,318)	6,872 (4,326)
Grootte_onderneming	-0,315 (0,547)	-0,323 (0,551)	-0,259 (0,548)	-0,316 (0,549)
Leeftijd_onderneming	-0,013 (0,021)	-0,013 (0,021)	-0,018 (0,021)	-0,017 (0,021)
Prestaties	0,149** (0,022)	0,149** (0,022)	0,137** (0,023)	0,140** (0,023)
Familiebedrijf		-0,071 (0,482)	-0,257 (0,497)	-0,263 (0,601)
Financial_slack			0,279 (0,139)	0,066 (0,110)
Financial_slack ²			-0,013 (0,008)	
Financial_slack ² *Familiebedrijf			0,007 (0,006)	
Financial_slack*Familiebedrijf (interactieterm)				0,059 (0,129)
R ²	0,171	0,171	0,192	0,183
N	240	240	240	240
F	16,209**	12,112**	7,866**	8,724**

significant op het 1%-significantieniveau**

7.3.2 Performance hazard risico

In model 2 zien we dat regressiecoëfficiënt bij de variabele familiebedrijf niet significant is. Hypothese 2 kan daarom niet aanvaard worden. Opmerkelijk is wel dat het teken bij de regressiecoëfficiënt negatief is. Dit is namelijk niet in overeenstemming met wat voorop gesteld werd en is tevens tegengesteld aan de bevindingen van Gómez-Mejía et al. (2007).

Het zou kunnen betekenen dat familiebedrijven toch een sterkere voorkeur hebben om het bedrijf in leven te houden dan voor het behouden van hun SEW. Familiebedrijven zullen daarom de prestaties van het bedrijf niet in gevaar brengen omdat dit zou kunnen leiden tot een faillissement, met als gevolg dat alle familiale rijkdom verloren gaat (o.a. Carney, 2013; Van den Berghe & Carchon, 2003). Dit is in overeenstemming met de agency theorie, waarin risico-aversie een belangrijk gegeven is. Naldi et al. (2007)

verklaren de risico-aversie van familiebedrijven doordat er een grote overlap is tussen eigendom en management.

Uit model 3 blijkt dat financial slack wel degelijk een modererend effect heeft op de mate waarin familiebedrijven bereid zijn om performance hazard risico te lopen. We bemerken een positieve bèta (0,885) bij de interactieterm, die tevens significant is op het 1%-significantieniveau. Dit impliceert dat wanneer er financial slack aanwezig is in familiebedrijven, ze wel bereid zijn om meer performance hazard risico te nemen dan voorheen.

Deze bevinding is mogelijk te wijten aan het psychologisch effect dat financial slack kan hebben (Lee, 2011) en door het feit dat veel auteurs financial slack zien als buffer tegen slechte prestaties (o.a. Bourgeois, 1981; Kim et al., 2008). Wanneer familiebedrijven weten dat er een zekere mate van financial slack aanwezig is, beseffen zij dat slechte prestaties als gevolg van risico's die werden genomen om bijvoorbeeld de SEW van de leidende coalitie te vrijwaren, kunnen worden opgevangen.

In het algemeen kunnen we uit model 3 concluderen dat in deze steekproef familiebedrijven minder performance hazard risico nemen dan niet-familiebedrijven, maar dat dit verschil kleiner wordt wanneer er financial slack aanwezig is.

Wanneer we model 3 afleiden naar de dummy-variabele familiebedrijf krijgen we: $\text{Performance_hazard_risico} = -3,749 + 0,885 \cdot \text{Financial_slack}$. Dit impliceert dat indien familiebedrijven een niveau van financial slack hebben dat groter is dan 4,24, het teken bij het performance hazard risico positief wordt. In de onderstaande tabel blijkt dit in deze steekproef bij 30 familiebedrijven het geval te zijn. Deze familiebedrijven nemen dus als gevolg van de aanwezigheid van financial slack meer performance hazard risico dan niet-familiebedrijven.

		Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)		Total
		0	1	
Financial_slack	$\geq 4,24$	9	30	39
	$< 4,24$	59	147	206
Total		68	177	245

Hypothese 5 is in principe een uitbreiding van hypothese 2 en heeft vooral de bedoeling om na te gaan of financial slack een positief modererend effect heeft op het performance hazard risico dat familiebedrijven bereid zijn te nemen. Binnen dit kader kan hypothese 5 aanvaard worden.

Tabel 3: samenvatting resultaten performance hazard risico

Model 1: $\text{Performance_hazard_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \varepsilon$

Model 2: $\text{Performance_hazard_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \varepsilon$

Model 3: $\text{Performance_hazard_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \beta_5\text{Financial_slack} + \beta_6(\text{Financial_Slack}*\text{Familiebedrijf}) + \varepsilon$

Variabelen	Model 1	Model 2	Model 3
Intercept	9,940 (10,886)	11,934 (11,058)	14,947 (10,998)
Grootte_onderneming	-1,650 (1,400)	-1,797 (1,407)	-1,926 (1,392)
Leeftijd_onderneming	0,037 (0,055)	0,042 (0,055)	0,028 (0,055)
Prestaties	-0,046 (0,057)	-0,054 (0,057)	-0,050 (0,058)
Familiebedrijf		-1,267 (1,239)	-3,749* (1,530)
Financial_slack			-0,612* (0,279)
Financial_slack*Familiebedrijf (interactieterm)			0,885** (0,327)
R ²	0,011	0,016	0,046
N	239	239	239
F	0,879	0,921	1,849°

significant op het 10%-significantieniveau°, op het 5%-significantieniveau*, op het 1%-significantieniveau**

7.3.3 Financieel risico

Zowel in model 2 als in model 3 is de variabele familiebedrijf niet significant. We kunnen hypothese 3 die verwacht dat familiebedrijven meer financieel risico nemen dan niet-familiebedrijven daarom niet aanvaarden. Bovendien is het teken van de bèta-coëfficiënt bij de variabele familiebedrijf tegengesteld aan wat vooropgesteld werd.

Zoals eerder aangehaald had González et al. (2012) het over een trade-off tussen twee verschillende motivaties die een belangrijke invloed hebben op de kapitaalstructuur van

de onderneming en waar men zich dus bewust van moet zijn wanneer men spreekt over het financieel risico. Aan de ene kant wil een familiebedrijf meer schulden (hoger financieel risico) omdat het zijn controle wil behouden, aan de andere kant wil men minder schulden (lager financieel risico) omdat in familiebedrijven ook niet-economische doelstellingen belangrijk zijn, zoals bijvoorbeeld het willen overdragen van het bedrijf naar de volgende generatie. Om deze doelstellingen te realiseren mag het bedrijf natuurlijk niet over kop gaan, wat voor familiebedrijven een motivatie kan zijn om voor een lagere schuldgraad te opteren dan niet-familiebedrijven. Dit kan verklaren waarom er toch minder financieel risico wordt genomen door familiebedrijven (in plaats van meer zoals vooropgesteld).

Wat betreft het modererend effect van financial slack, zien we dat de interactieterm niet significant is. We kunnen hypothese 6 bijgevolg niet aanvaarden. Daarnaast stemt het teken van de regressiecoëfficiënt niet overeen met hetgeen verwacht werd, maar ligt het wel in lijn met de eerder aangehaalde non-economische doelstellingen die familiebedrijven nastreven. Het is immers zo dat een bedrijf met veel financial slack, minder risico loopt op een faillissement en bijgevolg meer financieel risico kan nemen. Wat zou kunnen duiden op een voorkeur voor schulden wanneer er financial slack beschikbaar is.

Wel significant is de variabele financial slack (model 3). Dit wijst er op dat bedrijven die meer financial slack hebben minder schulden aangaan (lager financieel risico) en dus een voorkeur hebben voor interne financiering. Dit is in overeenstemming met de Pecking Order theorie van Myers en Majluf (1984).

Tot slot blijkt uit de resultaten dat de controlevariabele leeftijd significant is. De bèta-coëfficiënt is negatief wat betekent dat oudere bedrijven minder financieel risico nemen.

Tabel 4: samenvatting resultaten financieel risico

Model 1: $\text{Financieel_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \varepsilon$

Model 2: $\text{Financieel_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \varepsilon$

Model 3: $\text{Financieel_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \beta_5\text{Financial_slack} + \varepsilon$

Model 4: $\text{Financieel_risico} = \beta_0 + \beta_1\text{Grootte_onderneming} + \beta_2\text{Leeftijd_onderneming} + \beta_3\text{Prestaties} + \beta_4\text{Familiebedrijf} + \beta_5\text{Financial_slack} + \beta_6(\text{Financial_Slack} * \text{Familiebedrijf}) + \varepsilon$

Variabelen	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	31,926 (28,646)	40,350 (29,203)	49,523 (22,769)	51,125 (22,929)
Grootte_onderneming	4,606 (3,690)	3,928 (3,714)	3,442 (2,894)	3,366 (2,900)
Leeftijd_onderneming	-0,432** (0,140)	-0,417** (0,140)	-0,304** (0,109)	-0,310** (0,110)
Prestaties	-0,422** (0,148)	-0,447** (0,149)	-0,124 (0,119)	-0,121 (0,119)
Familiebedrijf		-4,608 (3,264)	-3,673 (2,544)	-4,920 (3,189)
Financial_slack			-3,956** (0,317)	-4,278** (0,588)
Financial_slack*Familiebedrijf (interactieterm)				0,448 (0,690)
R ²	0,067	0,074	0,440	0,441
N	245	245	245	245
F	5,743**	4,824**	37,599**	31,327**

Significant op het 1%-niveau**

8 Conclusies

In het begin van deze masterproef vroegen we ons twee dingen af: (1) nemen familiebedrijven meer of minder risico's dan niet-familiebedrijven en (2) kan de aanwezigheid van financial slack het risicogedrag van familiebedrijven veranderen.

In dit hoofdstuk wordt op basis van de resultaten uit het vorige hoofdstuk, per risico een antwoord geformuleerd op de zojuist vermelde vragen.

8.1 Entrepreneurial risico

Er werd verwacht dat familiebedrijven minder entrepreneurial risico zouden nemen dan niet-familiebedrijven. De agency theorie stelt namelijk dat de mate waarin een bedrijf risico's neemt, afhankelijk is van zijn eigendoms- en bestuursstructuur (Naldi et al., 2007). Managers blijken meer risico-avers te zijn wanneer ze meer aandelen in de onderneming bezitten, waardoor familiebedrijven vaker aanzien worden als bedrijven die minder risico's nemen. Deze risico-aversie geldt vooral voor strategische beslissingen waarvan het succes niet gegarandeerd is, zoals bijvoorbeeld internationale uitbreiding, het introduceren van nieuwe producten en investeringen in R&D (Gómez-Mejía et al., 2007; Naldi et al., 2007).

Wat betreft het entrepreneurial risico werden geen significante resultaten gevonden. Het is daarom niet mogelijk om conclusies te trekken omtrent het entrepreneurial risico. We zien wel dat de resultaten in lijn liggen met wat verwacht werd (negatieve bèta), wat zou kunnen betekenen dat familiebedrijven mogelijks toch minder entrepreneurial risico nemen dan niet-familiebedrijven. Mogelijke redenen hiervoor kunnen zijn dat familiebedrijven het voortbestaan van het bedrijf belangrijk vinden en het graag overgedragen aan de volgende generaties (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

Daarnaast werd vooropgesteld dat de invloed van financial slack op het nemen van entrepreneurial risico een omgekeerde U-vormige relatie zou creëren. Financial slack zorgt immers initieel voor het nemen van meer entrepreneurial risico, omdat het kan gebruikt worden als buffer, zoals aangehaald in resource based visie op slack (Bourgeois, 1981). Anderzijds leidt te veel slack tot onder andere laksheid en inefficiënties (Nohria & Gulati, 1996).

Uit de resultaten bleek echter dat er in deze steekproef geen sprake was van een curvilineaire relatie (in model 3 is geen enkele term significant). Een mogelijke verklaring hiervoor is dat onze steekproef enkel bedrijven uit de industriële sector bevat. Sharfman et al. (1988) halen namelijk aan dat het niveau van slack dat bedrijven aanhouden kan variëren van sector tot sector. Zo verwachten zij dat bedrijven die vooral bezig zijn met het produceren van goederen, minder financial slack aanhouden dan bedrijven die enkel

diensten aanbieden. De reden hiervoor is dat productiebedrijven veranderingen in de omgeving makkelijker kunnen opvangen met andere middelen zoals bijvoorbeeld hun productiecapaciteit. Vermits dienstenbedrijven deze mogelijkheid niet hebben, zouden zij daarom bijgevolg meer financial slack aanhouden. Dit zou betekenen dat in onze steekproef het algemene niveau van financial slack relatief laag is, waardoor de negatieve effecten van financial slack beperkt blijven en verklaren waarom er geen curvilineaire relatie kon worden vastgesteld.

Op de vraag of de aanwezigheid van financial slack er ook effectief voor zorgt dat familiebedrijven meer entrepreneurial risico nemen, kunnen we spijtig genoeg niet antwoorden. De resultaten zijn immers niet significant, desondanks zijn ze wel in overeenstemming met wat verwacht werd.

8.2 Performance hazard risico

We stelden voorop dat familiebedrijven meer performance hazard risico nemen dan niet-familiebedrijven. Deze redenering is gebaseerd op het feit dat familiebedrijven hun SEW niet willen verliezen (Gómez-Mejía et al., 2007). Familiebedrijven zien het verliezen van hun SEW immers als cruciaal en willen als gevolg van hun loss aversion dit verlies vermijden (Chrisman & Patel, 2012).

Uit de resultaten blijkt echter dat familiebedrijven net minder performance hazard risico nemen in plaats van meer. Dit is toch wel opmerkelijk, omdat het zowel tegengesteld is aan verwacht werd, als tegengesteld aan de bevindingen van Gómez-Mejía et al. (2007). Wat betreft het performance hazard risico kunnen we echter geen definitieve conclusies trekken, omdat de resultaten niet significant bleken te zijn. We kunnen dus niet met zekerheid zeggen of familiebedrijven meer of minder performance hazard risico nemen dan niet-familiebedrijven.

Omtrent het effect van financial slack op het nemen van performance hazard risico werd verwacht dat de eerste veronderstelling (familiebedrijven nemen meer performance hazard risico dan niet-familiebedrijven) werd versterkt. Anders gesteld, de aanwezigheid van financial slack zou familiebedrijven aanmoedigen om nog meer performance hazard risico te nemen. Dit is in overeenstemming met de positieve visie op financial slack, de resource based view, die enkele belangrijke functies toebedeelt aan financial slack. Zo kan financial slack gebruikt worden als buffer tegen slechte prestaties (Bourgeois, 1981). Familiebedrijven kunnen daarnaast hun SEW actiever beschermen aangezien slechte prestaties, die gepaard gaan met deze beslissingen, kunnen worden opgevangen.

In model 3 van de regressieanalyse zagen we dat variabele familiebedrijf een negatieve bèta-coëfficiënt had. Dit betekent dat familiebedrijven minder performance hazard risico nemen dan niet-familiebedrijven. Maar er kon ook worden vastgesteld dat financial slack wel degelijk een modererend effect heeft (significante interactieterm). Familiebedrijven blijken de mate waarin zij performance hazard risico nemen te verhogen wanneer er een zekere hoeveelheid financial slack aanwezig is. In sommige gevallen blijken familiebedrijven, althans in deze steekproef en als we rekening houden met de hoeveelheid van financial slack (groter dan 4,24), zelfs meer performance hazard risico te nemen dan niet-familiebedrijven. Als gevolg van de significante resultaten in model 3, kunnen we concluderen dat financial slack de relatie tussen familiaal eigenaarschap en het performance hazard risico positief modereert.

Daarnaast kan uit de voorgaande resultaten worden afgeleid dat familiebedrijven enkel hun SEW beschermen indien er daarvoor voldoende middelen (financial slack) aanwezig zijn. Wanneer die middelen ontbreken blijken familiebedrijven niet bereid om de toekomst van hun bedrijf op het spel te zetten. Dit is in overeenstemming met de agency theorie. Familiebedrijven blijken immers, op het vlak van het performance hazard risico, meer risico-avers te zijn dan niet-familiebedrijven omdat hun persoonlijke welvaart voor een groot deel afhankelijk is van de welvaart van het bedrijf (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Bovendien wil de familie het familiebedrijf ook in leven houden om het na te laten aan hun opvolgers of zoals Kim et al. (2008) het verwoorden: "Family members tend to be long-term investors, often hoping to pass control of the firm to their descendants rather than to consume wealth during their lifetime" (p. 407). Daardoor is het belangrijk dat het familiebedrijf blijft voortbestaan en wordt er toch minder performance hazard risico gelopen. Althans als er geen financial slack is.

Dit is ook in overeenstemming met de agency visie op financial slack. Auteurs zoals Kim et al. (2008) en Liu et al. (2011) benadrukken immers dat bedrijven financial slack zullen gebruiken voor het nastreven van macht, prestige en voor het opbouwen van een imperium (wat in de context van familiebedrijven kan gezien worden als het handhaven van de familiale dynastie). Deze drie elementen behoren tot de SEW van familiebedrijven (Gómez-Mejía et al., 2007). Enkel de aanwezigheid van financial slack zal dus leiden tot een hoger performance hazard risico, omdat familieleden in dat geval hun SEW willen en kunnen beschermen (want de middelen zijn er).

Kort samengevat nemen familiebedrijven enkel meer performance hazard risico om hun SEW te beschermen wanneer de middelen daarvoor aanwezig zijn. In sommige gevallen is het niveau van financial slack in familiebedrijven echter zodanig hoog, dat er wél meer performance hazard risico wordt genomen dan niet-familiebedrijven.

Gómez-Mejía et al. (2007) stellen echter in hun onderzoek voorop dat familiebedrijven altijd meer performance hazard risico nemen dan niet-familiebedrijven en vinden daar empirisch bewijs voor. Ons onderzoek kan gezien worden als een verfijning van het onderzoek van Gómez-Mejía et al. (2007).

8.3 Financieel risico

Onze hypothese was dat familiebedrijven meer financieel risico zouden nemen dan niet-familiebedrijven. De reden die hierachter schuil gaat heeft te maken met het verlies aan controle waarmee bestaande familiale aandeelhouders zouden te maken krijgen indien het familiebedrijf opteert voor het aantrekken van nieuw eigen vermogen (González et al., 2012).

Uit onze resultaten blijkt echter dat familiebedrijven minder financieel risico nemen dan niet-familiebedrijven (de resultaten zijn niet significant, maar de t-waarde bij de variabele familiebedrijven is groter dan één, wat zou kunnen betekenen dat er mogelijk toch enige waarheid in vervat zit). De verklaring hiervoor vinden we opnieuw bij González et al. (2012). Zij stellen immers dat familiebedrijven altijd te maken krijgen met een trade-off bij het samenstellen van hun kapitaalstructuur. Enerzijds wil men geen controleverlies (zie eerder) waardoor men minder schulden wenst te hebben. Anderzijds streeft men ook niet-economische doelstellingen na, waardoor familiebedrijven risico-avers zouden kunnen zijn met betrekking tot het aangaan van schulden.

In onze steekproef blijkt de risico-aversie voor schulden te overheersen. Dit is niet in overeenstemming met het merendeel van de literatuur. Anderson et al. (2003) bijvoorbeeld, vinden bewijs voor het feit dat familiebedrijven meer schulden aangaan dan niet-familiebedrijven. Natuurlijk zijn onze resultaten niet significant, waardoor het altijd mogelijk is dat ook het omgekeerde waar is. De niet-significante resultaten kunnen te wijten zijn aan het feit dat de familiebedrijven in de steekproef te maken krijgen met de trade-off zoals geïntroduceerd door González et al. (2012). Elk bedrijf moet immers voor zichzelf bepalen of het veel of weinig schulden wenst. De niet-significante resultaten beletten ons wel om een conclusie te trekken wat betreft het financieel risico.

In verband met het modererende effect van financial slack, zien we dat er opnieuw geen significante resultaten werden gevonden. We stelden voorop dat wanneer er financial slack zou zijn, bedrijven minder financieel risico zouden nemen. Deze hypothese werd gebaseerd op de RBV die verwacht dat financial slack goed gebruikt wordt en de Pecking Order theorie (Myers & Majluf, 1984) die benadrukt dat bedrijven een voorkeur hebben voor intern gegenereerde middelen. Blanco-Mazagatos et al. (2007) vonden immers al dat familiebedrijven een voorkeur hebben voor eigen middelen.

Als gevolg van de niet-significante resultaten kunnen we echter geen uitspraken doen. We weten dus niet of financial slack het nemen van financieel risico in familiebedrijven beïnvloedt. Wel bleek dat financial slack significant en negatief gerelateerd kon worden aan het financieel risico. Wat een bewijs zou kunnen zijn voor de Pecking Order theorie van Myers en Majluf (1984). Dit zou betekenen dat bedrijven in het algemeen minder financieel risico nemen wanneer er financial slack aanwezig is.

8.4 Implicaties voor de praktijk

Aangezien zonet werd aangetoond dat familiebedrijven en niet-familiebedrijven toch wel een ander risicogedrag kunnen vertonen, kan het voor banken belangrijk zijn om rekening te houden met de aard van het bedrijf. Zo blijken familiebedrijven zich meer te laten leiden door SEW motieven bij het nemen van risico's (performance hazard) wanneer er financial slack aanwezig is in het bedrijf. Banken moeten zich daarom realiseren dat financial slack ervoor zorgt dat familiebedrijven bereid zijn om een hoger performance hazard risico te lopen en dus hun toekomst meer op het spel zetten dan wanneer er geen financial slack is. Dit zou kunnen betekenen dat financial slack de terugbetaling van toekomstige leningen in gevaar kan brengen, in plaats van juist makkelijker, zoals altijd werd aangenomen.

Ook voor potentiële investeerders kan het niveau van financial slack en de aard van het bedrijf een belangrijke rol spelen in hun beslissing om al dan niet te investeren. Naast het feit dat in familiebedrijven, een niet-familiale investeerder vaak weinig macht heeft, zien we dat familiebedrijven met hoge hoeveelheden financial slack (in deze steekproef groter dan 4,24) meer performance hazard risico nemen dan niet-familiebedrijven. Hoog performance hazard risico betekent onder andere dat de dominante familie haar SEW tracht te beschermen en levert geen voordelen voor niet-familiale investeerders. Daarom is het belangrijk dat potentiële investeerders een idee krijgen van het niveau van financial slack in familiebedrijven.

Financial slack biedt natuurlijk ook bescherming tegen onverwachte omstandigheden (zoals een crisis). Daarom is het aan te raden dat bedrijven (zowel familiale als niet-familiale) een bepaald minimumniveau van financial slack aanhouden, zodanig dat er een buffer wordt opgebouwd. Dit kan helpen bij het aantrekken van investeerders. Belangrijk is wel dat het niveau van financial slack goed gemanaged wordt, een te hoog niveau van financial slack kan namelijk potentiële investeerders afschrikken.

8.5 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek

In deze masterproef werd aangetoond dat financial slack het risicogedrag van familiebedrijven kan beïnvloeden. Natuurlijk zijn er nog vele andere factoren die een invloed kunnen hebben op het risicogedrag van familiebedrijven. Verder onderzoek is noodzakelijk om deze factoren, die ook een modererend effect hebben op het risicogedrag van familiebedrijven, te identificeren.

Deze masterproef is gebaseerd op een steekproef van enkel Limburgse, niet-beursgenoteerde bedrijven die louter actief zijn in de industriële sector. Verder onderzoek kan zich daarom concentreren op andere geografische gebieden en sectoren, om zo een meer generaliseerbaar beeld te krijgen van de precieze invloed van financial slack op het risicogedrag van familiebedrijven.

De steekproef werd ingedeeld in familiebedrijven en niet-familiebedrijven op basis van de criteria van Steijvers (2006). Het zou kunnen dat deze indeling niet helemaal accuraat is en kan daarom een beperking zijn van deze masterproef. Mogelijke verschillen blijven echter wel miniem, aangezien de gebruikte methode in minstens 95% van de gevallen een juiste classificatie blijkt te maken (Steijvers, 2006).

Lijst van geraadpleegde werken

- Anderson, R.C., Duru, A. en Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1744-1758.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. en Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Andres, C. (2011). Family ownership, financing constraints and investment decisions. *Applied Financial Economics*, 21, 1641-1659.
- Astrachan, J. H., Klein, S. en Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 15, 45-58.
- Baird, I. S. en Thomas, H. (1985). Toward a Contingency Model of Strategic Risk Taking. *Academy of Management Review*, 10, 230-243.
- Bammens, Y., Voordeckers, W. en Van Gils, A. (2011). Boards of directors in family businesses: a literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13, 134-152.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Blanco-Mazagatos, V., de Quevedo-Puente, E. en Castrillo, L. A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: an exploratory study. *Family Business Review*, 20, 199-213.
- Bourgeois, L. J. (1981). On the Measurement of Organizational Slack. *Academy of Management Review*, 6, 29-39.
- Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R. en Heugens, P. P. M. A. R. (2013). What Do We Know About Private Family Firms? A Meta-Analytical Review . *Entrepreneurship Theory and Practice* in press.
- Chrisman, J. J. en Patel, P. C. (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55, 976-997.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. en Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 19-39.

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

Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J. en Andrew Turner Jr., R. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57, 565-574.

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

De Ruytter, S., Goesaert, T., Konings, J. en Reynaerts, J. (2012). *Sectoranalyse van de Vlaamse industrie*. Opgevraagd op 4 april 2014, via <http://www.steunpuntore.be>.

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

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

George, G. (2005). Slack resources and the performance of privately held firms. *Academy of Management Journal*, 48, 661-676.

Gómez-Mejía, L.R., Takacs Haynes, K., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K.J. en Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C. en Trujillo, M. (2012). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66, 2308-2320.

Hart, O. (1995). Corporate Governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, 105, 678-689.

Hiebl, M. R.W. (2013). Risk aversion in family firms: what do we really know? *The Journal of Risk Finance*, 14, 49-70.

Jensen, M.C. en Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Kim, H., Kim, H. en Lee, P. M. (2008). Ownership Structure and the Relationship Between Financial Slack and R&D Investments: Evidence from Korean Firms. *Organization Science*, 19, 404-418.

Klein, S. B., Astrachan, J. H. en Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC Scale of family influence: construction, validation, and further implication for theory. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 321-339.

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

Lee, S. (2011). How Financial Slack Affects Firm Performance: Evidence from US Industrial Firms. *Journal of Economic Research*, 16, 1-27.

Liu, Y., Lin, W. en Cheng, K. (2011). Family Ownership and the International Involvement of Taiwan's High-Technology Firms: The Moderating Effect of High-Discretion Organizational Slack. *Management and Organization Review*, 7, 201-222.

Lockett, A., Thompson, S. en Morgenstern, U. (2009). The development of the resource-based view of the firm: A critical appraisal. *International Journal of Management Reviews*, 11, 9-28.

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

McMahon, R. G. P. (2006). Financial slack amongst manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey: An exploratory study. *Small Enterprise Research*, 14, 14-38.

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

Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K. en Wiklund, J. (2007). Entrepreneurial Orientation, Risk taking and Performance in family firms. *Family Business Review*, 20, 33-47.

Nohria, N. en Gulati, R. (1996). Is slack good or bad for innovation? *Academy of Management Journal*, 39, 1245-1264.

Palepu, K. G., Healy, P. M. en Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation*. Singapore: Cengage Learning.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N. en Buchholtz, A.K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12, 99-116.

Sharfman, M. P., Wolf, G., Chase, R. B. en Tansik, D. A. (1988). Antecedents of Organizational Slack. *Academy of Management Review*, 13, 601-614.

Siebels, J. en zu Knyphausen-Aufseß, D. (2012). A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance. *International Journal of Management Reviews*, 14, 280-304.

Singh, J. (1986). Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 29, 562-585.

Sirmon, D. G. en Hitt, M. A. (2003). Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 339-358.

Steijvers, T. (2006). Bank financing of SME's: An empirical study on credit rationing and collateral pledging, Doctoral thesis Hasselt University.

Stock, J. H. en Watson M. M. (2012). *Introduction to Econometrics*. Boston: Pearson Education.

Su, W. en Lee, C. (2013). Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform. *Asia Pacific Journal of Management*, 30, 809-828.

Van den Berghe, L.A.A. en Carchon, S. (2003). Agency Relations within the Family Business System: an exploratory approach. *Corporate Governance*, 11, 171-179.

Van Der Elst, J. en Vanbergen, A. (2011). *Financiële analyse*. Berchem: Uitgeverij De Boeck.

Wernerfelt, B. (1984). A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5, 171-180.

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

Zona, F. (2012). Corporate Investing as a Response to Economic Downturn: Prospect Theory, the Behavioural Agency Model and the Role of Financial Slack. *British Journal of Management*, 23, 42-57.

Bijlagen

Bijlage 1: regressiemodellen entrepreneurial risico

Bijlage 2: regressiemodellen performance hazard risico

Bijlage 3: regressiemodellen financieel risico

Bijlage 1: regressiemodellen entrepreneurial risico

Model 1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,413 ^a	,171	,160	3,26556

a. Predictors: (Constant), Prestaties, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	518,553	3	172,851	16,209	,000 ^b
	Residual	2516,670	236	10,664		
	Total	3035,223	239			

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

b. Predictors: (Constant), Prestaties, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6,827	4,239		1,610	,109
	Grootte_onderneming	-,315	,547	-,034	-,576	,565
	Leeftijd_onderneming	-,013	,021	-,038	-,634	,527
	Prestaties	,149	,022	,406	6,798	,000

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

Model 2

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,413 ^a	,171	,157	3,27235

a. Predictors: (Constant), Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Leeftijd_onderneming, Grootte_onderneming, Prestaties

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	518,786	4	129,697	12,112	,000 ^b
	Residual	2516,437	235	10,708		
	Total	3035,223	239			

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

b. Predictors: (Constant), Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Leeftijd_onderneming, Grootte_onderneming, Prestaties

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6,940	4,316		1,608	,109
	Grootte_onderneming	-,323	,551	-,035	-,587	,558
	Leeftijd_onderneming	-,013	,021	-,037	-,620	,536
	Prestaties	,149	,022	,404	6,695	,000
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-,071	,482	-,009	-,148	,883

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

Model 3

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,438 ^a	,192	,167	3,25168

a. Predictors: (Constant), Slack_kwadraat_FB, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Prestaties, Financial_Slack, Slack_kwadraat

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	582,194	7	83,171	7,866	,000 ^b
	Residual	2453,030	232	10,573		
	Total	3035,223	239			

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

b. Predictors: (Constant), Slack_kwadraat_FB, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Prestaties, Financial_Slack, Slack_kwadraat

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6,154	4,318		1,425	,155
	Grootte_onderneming	-,259	,548	-,028	-,472	,638
	Leeftijd_onderneming	-,018	,021	-,051	-,853	,394
	Prestaties	,137	,023	,373	6,059	,000
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-,257	,497	-,032	-,517	,606
	Financial_Slack	,279	,139	,287	2,002	,046
	Slack_kwadraat	-,013	,008	-,315	-1,617	,107
	Slack_kwadraat_FB	,007	,006	,147	1,151	,251

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

Model 4

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,428 ^a	,183	,162	3,26144

a. Predictors: (Constant), Interactie_Slack_FB, Grootte_onderneming, Prestaties, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Financial_Slack

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	556,806	6	92,801	8,724	,000 ^b
	Residual	2478,418	233	10,637		
	Total	3035,223	239			

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

b. Predictors: (Constant), Interactie_Slack_FB, Grootte_onderneming, Prestaties, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Financial_Slack

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6,872	4,326		1,588	,114
	Grootte_onderneming	-,316	,549	-,034	-,575	,566
	Leeftijd_onderneming	-,017	,021	-,049	-,812	,417
	Prestaties	,140	,023	,381	6,181	,000
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-,263	,601	-,033	-,438	,662
	Financial_Slack	,066	,110	,068	,599	,550
	Interactie_Slack_FB	,059	,129	,056	,460	,646

a. Dependent Variable: Entrepreneurial_risico

Bijlage 2: regressiemodellen performance hazard risico

Model 1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,105 ^a	,011	-,002	8,39553

a. Predictors: (Constant), Prestaties, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	185,969	3	61,990	,879	,452 ^b
	Residual	16563,969	235	70,485		
	Total	16749,939	238			

a. Dependent Variable: Performance_hazard_risico

b. Predictors: (Constant), Prestaties, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9,940	10,886		,913	,362
	Grootte_onderneming	-1,650	1,400	-,077	-1,179	,240
	Leeftijd_onderneming	,037	,055	,045	,684	,495
	Prestaties	-,046	,057	-,053	-,810	,419

a. Dependent Variable: Performance_hazard_risico

Model 2

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,125 ^a	,016	-,001	8,39470

a. Predictors: (Constant), Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0),
Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming, Prestaties

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	259,739	4	64,935	,921	,452 ^b
	Residual	16490,200	234	70,471		
	Total	16749,939	238			

a. Dependent Variable: Performance_hazard_risico
b. Predictors: (Constant), Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Grootte_onderneming,
Leeftijd_onderneming, Prestaties

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11,934	11,058		1,079	,282
	Grootte_onderneming	-1,797	1,407	-,083	-1,277	,203
	Leeftijd_onderneming	,042	,055	,051	,771	,441
	Prestaties	-,054	,057	-,062	-,941	,348
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-1,267	1,239	-,068	-1,023	,307

a. Dependent Variable: Performance_hazard_risico

Model 3

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,214 ^a	,046	,021	8,30078

a. Predictors: (Constant), Interactie_Slack_FB, Grootte_onderneming, Prestaties, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Financial_Slack

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	764,456	6	127,409	1,849	,091 ^b
	Residual	15985,482	232	68,903		
	Total	16749,939	238			

a. Dependent Variable: Performance_hazard_risico

b. Predictors: (Constant), Interactie_Slack_FB, Grootte_onderneming, Prestaties, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Financial_Slack

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	14,947	10,998		1,359	,175
	Grootte_onderneming	-1,926	1,392	-,089	-1,383	,168
	Leeftijd_onderneming	,028	,055	,034	,514	,608
	Prestaties	-,050	,058	-,058	-,858	,392
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-3,749	1,530	-,200	-2,450	,015
	Financial_Slack	-,612	,279	-,268	-2,192	,029
	Interactie_Slack_FB	,885	,327	,355	2,702	,007

a. Dependent Variable: Performance_hazard_risico

Bijlage 3: regressiemodellen financieel risico

Model 1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,258 ^a	,067	,055	22,48962

a. Predictors: (Constant), Prestaties, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8714,652	3	2904,884	5,743	,001 ^b
	Residual	121893,695	241	505,783		
	Total	130608,347	244			

a. Dependent Variable: Financieel_risico

b. Predictors: (Constant), Prestaties, Grootte_onderneming, Leeftijd_onderneming

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	31,926	28,646		1,114	,266
	Grootte_onderneming	4,606	3,690	,078	1,248	,213
	Leeftijd_onderneming	-,432	,140	-,194	-3,093	,002
	Prestaties	-,422	,148	-,178	-2,847	,005

a. Dependent Variable: Financieel_risico

Model 2

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,273 ^a	,074	,059	22,44338

a. Predictors: (Constant), Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0),
Leeftijd_onderneming, Grootte_onderneming, Prestaties

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9719,040	4	2429,760	4,824	,001 ^b
	Residual	120889,307	240	503,705		
	Total	130608,347	244			

a. Dependent Variable: Financieel_risico
b. Predictors: (Constant), Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Leeftijd_onderneming,
Grootte_onderneming, Prestaties

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	40,350	29,203		1,382	,168
	Grootte_onderneming	3,928	3,714	,066	1,058	,291
	Leeftijd_onderneming	-,417	,140	-,187	-2,983	,003
	Prestaties	-,447	,149	-,189	-3,005	,003
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-4,608	3,264	-,089	-1,412	,159

a. Dependent Variable: Financieel_risico

Model 3

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,664 ^a	,440	,429	17,48935

a. Predictors: (Constant), Financial_Slack, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Leeftijd_onderneming, Grootte_onderneming, Prestaties

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	57503,688	5	11500,738	37,599	,000 ^b
	Residual	73104,659	239	305,877		
	Total	130608,347	244			

a. Dependent Variable: Financieel_risico

b. Predictors: (Constant), Financial_Slack, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Leeftijd_onderneming, Grootte_onderneming, Prestaties

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	49,523	22,769		2,175	,031
	Grootte_onderneming	3,442	2,894	,058	1,189	,236
	Leeftijd_onderneming	-,304	,109	-,136	-2,779	,006
	Prestaties	-,124	,119	-,052	-1,045	,297
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-3,673	2,544	-,071	-1,444	,150
	Financial_Slack	-3,956	,317	-,621	-12,499	,000

a. Dependent Variable: Financieel_risico

Model 4

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,664 ^a	,441	,427	17,51053

a. Predictors: (Constant), Interactie_Slack_FB, Grootte_onderneming, Prestaties, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Financial_Slack

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	57633,116	6	9605,519	31,327	,000 ^b
	Residual	72975,231	238	306,619		
	Total	130608,347	244			

a. Dependent Variable: Financieel_risico

b. Predictors: (Constant), Interactie_Slack_FB, Grootte_onderneming, Prestaties, Leeftijd_onderneming, Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0), Financial_Slack

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	51,125	22,929		2,230	,027
	Grootte_onderneming	3,366	2,900	,057	1,161	,247
	Leeftijd_onderneming	-,310	,110	-,139	-2,823	,005
	Prestaties	-,121	,119	-,051	-1,015	,311
	Familiebedrijf (Ja=1; Nee =0)	-4,920	3,189	-,095	-1,542	,124
	Financial_Slack	-4,278	,588	-,671	-7,273	,000
	Interactie_Slack_FB	,448	,690	,065	,650	,517

a. Dependent Variable: Financieel_risico

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

De invloed van "financial slack" op het risicogedrag van familiebedrijven

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

Jaar: **2014**

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,

Timmermans, Michiel

Datum: **27/05/2014**