

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur*

Masterproef
Het belang van de institutionele investeerders voor familiebedrijven

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Brent Grosemans
*Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische
wetenschappen: handelsingenieur*

2016•2017

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur*

Masterproef

Het belang van de institutionele investeerders voor
familiebedrijven

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Brent Grosemans

*Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische
wetenschappen: handelsingenieur*

Woord vooraf

Deze masterproef is geschreven als afsluiter van de opleiding toegepaste economische wetenschappen: handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt. Het voltooien van deze masterproef en mijn opleiding heb ik echter ook te danken aan de steun van een aantal personen. Dit is de ideale gelegenheid om deze personen te bedanken.

Allereerst gaat mijn dank uit naar mijn ouders. Zij hebben mij gedurende de hele opleiding steeds gesteund.

Daarnaast gaat mijn oprechte dank uit naar mijn promotor: prof. dr. Nadine Lybaert. Haar deur stond steeds open voor mij. Haar kritische feedback en advies hebben mee deze masterproef gevormd. Verder wil ik ook Dimitri Mondelaers bedanken. Hij heeft mij gedurende zijn aanwezigheid aan de UHasselt uitstekend begeleid.

Tot slot wil ik ook nog mijn vriendin, broer en vrienden bedanken voor hun steun gedurende mijn opleiding.

Brent Grosemans
April 2017

Samenvatting

Deze masterproef focust op het belang van de institutionele investeerders voor de Belgische familiebedrijven, meer bepaald voor familiebedrijven die actief zijn op de Belgische beurs. Familiebedrijven zijn namelijk op alle vlakken anders dan niet-familiebedrijven. Zo hebben de familiebedrijven, naast het nastreven van winst, nog andere niet-financiële motivaties dan de puur economische motivaties. Er bestaat echter geen eenduidige definitie van een familiebedrijf, maar wel enkele definities die algemeen aanvaard zijn. Institutionele investeerders daarentegen zijn entiteiten met grote bedragen om te investeren. Zij zijn verschillend van individuele investeerders omdat zij meer tijd, aandacht en financiële middelen hebben voor het uitpluizen van financiële informatie.

IFERA stelde in 2003 dat familiebedrijven een leidende rol hebben in de Belgische economie. Uit onze data bleek ook dat familiebedrijven zeer sterk aanwezig zijn in de Belgische economie. Zo waren gemiddeld 62% van de bedrijven op de Belgische beurs in familiale handen gedurende de periode van 2008 tot en met 2015.

Voor familiebedrijven is het, net zoals voor andere bedrijven, belangrijk om voldoende kapitaal te hebben om te overleven of om te groeien. Institutionele investeerders zijn een significante aanbieder van externe bronnen van kapitaal. Ondanks de mogelijke voordelen van de samenwerking is er in de wetenschappelijke literatuur sprake van een mismatch tussen de institutionele investeerders en familiebedrijven.

Familiebedrijven beschouwen externe bronnen van kapitaal als minst interessante optie voor hun financieringsbehoefte, dit is consistent met de *pecking order* theorie. Bovendien houdt het samenwerken met institutionele investeerders in dat er wat controle over het bedrijf moet worden losgelaten. Dit is net binnen familiebedrijven een heel gevoelig topic. Langs de andere kant vermijden institutionele investeerders de familiebedrijven omdat zij hun ervan bewust zijn dat familiebedrijven kenmerken bezitten die nadelig worden ervaren voor een samenwerking, zoals het bestaan van *socioemotional wealth* gedreven type 2 *agency problems* en de voorkeur voor de *pecking order* theorie. Uit het empirisch onderzoek bleek dan ook dat de aanwezigheid van de institutionele investeerders in niet-familiebedrijven beduidend hoger is dan bij de familiebedrijven op de Belgische beurs. De aanwezigheid van de institutionele investeerders gedurende de periode 2008 tot en met 2015 bij de niet-familiebedrijven is gemiddeld 41,31% ten opzichte van 14,28% bij de familiebedrijven op de Belgische beurs.

De samenwerking tussen institutionele investeerders en familiebedrijven zou volgens de wetenschappelijke literatuur wel kunnen leiden tot betere prestaties van het familiebedrijf. Zo zou de samenwerking met institutionele investeerders leiden tot nieuwe toegang tot waardevolle financiële en niet-financiële middelen en een betere ondersteuning. Dit blijkt volgens onze data echter niet te kloppen voor de Belgische beursgenoteerde familiebedrijven. Zo blijkt de hoogte van het institutioneel eigendom geen effect te hebben op de bedrijfsprestaties van familiebedrijven op de Belgische beurs, waarbij de prestaties zowel gemeten werden als de ROA en de Tobin's Q. Het model waarbij de prestaties gemeten worden aan de hand van de Tobin's Q blijkt wel de beste voorspelkracht te hebben.

Een mogelijke manier om institutionele investeerders te beschermen tegen de *socioemotional wealth* gedreven type 2 *agency* problemen is aan de hand van de *corporate governance* wetgeving. Deze regelgeving is in België gekend als de Belgische corporate governance Code ingevoerd in 2009. De Code is gebaseerd op het Belgisch Wetboek van Vennootschappen en moet dan ook gezien worden als een aanvulling op de bestaande wetgeving waardoor ze samen met de wettelijke initiatieven een kader vormen waarin beursgenoteerde ondernemingen de best mogelijke *corporate governance* kunnen nastreven. De aanwezigheid van institutionele investeerders kan volgens de wetenschappelijke literatuur op haar beurt dan ook leiden tot een betere toepassing van de *corporate governance* regelgeving bij familiebedrijven. Deze hypothese klopt volgens onze data voor de Belgische beursgenoteerde familiebedrijven in 2015. Het institutioneel eigendom oefent een negatief effect uit op de berekende governance score: hoe lager deze governance score ligt, hoe beter de toepassing van de *corporate governance* regelgeving is.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	i
Samenvatting	iii
Lijst van tabellen	vii
Lijst van figuren	viii
Hoofdstuk I: Inleiding	1
1.1 <i>Probleemstelling</i>	1
1.2 <i>Centrale onderzoeksvraag en deelvragen</i>	3
1.3 <i>Onderzoeksaanpak</i>	4
Literatuurstudie	7
Hoofdstuk II: Familiebedrijven en institutionele investeerders: definitie	7
2.1 <i>Definitie familiebedrijf</i>	7
2.1.1 <i>Driecirkel model</i>	7
2.1.2 <i>Definitie Chua, Chrisman & Sharma</i>	8
2.1.3 <i>F-PEC schaal</i>	9
2.1.4 <i>GEEF definitie</i>	11
2.2 <i>Institutionele investeerder</i>	11
Hoofdstuk III: Theorieën relevant voor de relatie tussen familiebedrijven en institutionele investeerders	15
3.1 <i>Kenmerken van de familiebedrijven</i>	15
3.1.1 <i>Pecking order theorie</i>	15
3.1.2 <i>Agency theorie</i>	16
3.1.3 <i>Socioemotional wealth theorie</i>	17
3.2 <i>Bescherming van de institutionele investeerders</i>	19
3.2.1 <i>Corporate governance</i>	19
3.2.2 <i>Institutionele theorie</i>	20
3.3 <i>De samenwerking tussen familiebedrijven en institutionele investeerders</i>	21
3.3.1 <i>Resource-based view</i>	21
3.3.2 <i>Het effect van institutionele investeerders op de prestaties van een bedrijf</i>	22
Empirisch onderzoek	25
Hoofdstuk IV: Onderzoekshypothesen	25
4.1 <i>Aanwezigheid van de institutionele investeerders</i>	25
4.2 <i>De invloed van institutionele investeerders op de prestaties van familiebedrijven</i>	26
4.3 <i>De invloed van institutionele investeerders op de toepassing van corporate governance bij familiebedrijven</i>	27

Hoofdstuk V: Onderzoekopzet	29
5.1 <i>Operationalisering van de onderzoeksvariabelen.....</i>	29
5.1.1 Regressie voor de analyse van de panel data.....	29
5.1.2 Multivariate regressieanalyse voor de corporate governance toepassing.....	31
5.2 <i>Dataverzameling.....</i>	34
5.3 <i>Methodologie.....</i>	35
5.3.1 Panel data.....	35
5.3.2 Multivariate regressieanalyse.....	37
Hoofdstuk VI: Resultaten.....	39
6.1 <i>Aanwezigheid van de institutionele investeerders.....</i>	39
6.2 <i>De invloed van institutionele investeerders op de prestaties van familiebedrijven</i>	41
6.3 <i>De invloed van institutionele investeerders op de toepassing van corporate governance bij familiebedrijven</i>	44
Hoofdstuk VII: Robuustheidstesten	47
7.1 <i>De invloed van institutionele investeerders op de prestaties van familiebedrijven</i>	47
7.2 <i>De invloed van institutionele investeerders op de toepassing van corporate governance bij familiebedrijven</i>	49
Hoofdstuk VIII: Besluit.....	51
8.1 <i>Conclusies</i>	51
8.2 <i>Voorstellen voor verder onderzoek</i>	52
Bronnenlijst.....	53

Lijst van tabellen

Tabel 1: Overzicht van het regressiemodel voor de analyse van de panel data	31
Tabel 2: Overzicht van het regressiemodel voor de analyse van de multivariate regressie	33
Tabel 3: Correlaties dataset 1 tussen onafhankelijke variabelen en ROA.....	37
Tabel 4: Correlaties dataset 1 tussen onafhankelijke variabelen en Tobin's Q.....	37
Tabel 5: Correlaties dataset 2 tussen onafhankelijke variabelen en Governance score	38
Tabel 6: Procentueel aantal familiebedrijven	40
Tabel 7: Procentuele aanwezigheid van institutionele investeerders.....	40
Tabel 8: Waarden variabelen voor het onderzoeken van hypothese 2	42
Tabel 9: Regressie ROA.....	42
Tabel 10: Regressie Tobin's Q	43
Tabel 11: Waarden variabelen voor het onderzoeken van hypothese 3.....	44
Tabel 12: Regressie Governance score	45
Tabel 13: Test regressie ROA	47
Tabel 14: Test regressie Tobin's Q	48
Tabel 15: Test regressie governance score door toevoeging controle variabelen.....	49
Tabel 16: Test regressie governance score door toevoeging familiaal aandeel	50

Lijst van figuren

Figuur 1: Het driecirkelmodel van Tagiuri en Davis (Davis, z.d.).....	8
Figuur 2: The F-PEC schaal (Astrachan et al., 2002).....	10
Figuur 3: Aanwezigheid institutionele investeerders	41

Hoofdstuk I: Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de inleiding gegeven van deze masterproef. Er wordt allereerst in sectie 1.1 gekeken naar wat de economisch relevantie is van het onderzoeken van de relatie tussen institutionele investeerders en familiebedrijven. In sectie 1.2 wordt er vervolgens besproken aan de hand van welke deelvragen de masterproef wordt onderzocht. Ten slotte wordt in sectie 1.3 de onderzoeksaanpak verklaard.

1.1 Probleemstelling

Volgens een onderzoek van Lambrecht, Arijs, Molly en Broekaert (2013) zijn familiebedrijven de sterkhouders van onze economie. Maar liefst 75% van de bedrijven in ons land zijn in familiale handen of worden gecontroleerd door een familiale aandeelhouder. Ze staan ook in voor bijna de helft van de tewerkstelling in ons land, namelijk 45%. Ook wordt ongeveer 30% van het Belgisch BBP gerealiseerd door familiebedrijven (Lambrecht et al., 2013). Familiebedrijven hebben dan ook een leidende rol in de economie en in het sociale leven (IFERA, 2003). Het is duidelijk dat familiebedrijven een zeer belangrijke factor zijn binnen onze economie.

Voor familiebedrijven is het, net zoals voor andere bedrijven, belangrijk om voldoende kapitaal te hebben om te overleven. Familiebedrijven starten gewoonlijk met kapitaal van de familie, maar als ze willen uitbreiden, gaan ze op een moment de eigen interne bronnen van kapitaal ontgroeien en uiteindelijk nood hebben aan externe bronnen van kapitaal. Dit is consistent met de *pecking order* theorie (Fernando, Schneible Jr, & Suh, 2014). Vervolgens is het ook voor de verdere groei van familiebedrijven belangrijk dat er voldoende kapitaal wordt opgehaald. Dit is net één van de belangrijkste factoren om te groeien. In de Verenigde Staten is reeds gebleken dat de institutionele investeerders een significante aanbieder zijn van de externe bronnen van kapitaal (Fernando et al., 2014).

Hoewel het samenwerken met institutionele investeerders gunstig kan zijn, is er bij de familiebedrijven toch nog steeds wantrouwen naar deze institutionele investeerders (Poutziouris, 2001). Ook vermijden de institutionele investeerders langs hun kant het investeren in familiebedrijven. In de theorie is er dan ook sprake van een mismatch tussen de institutionele investeerders en familiebedrijven (Fernando et al., 2014).

Ondanks het wantrouwen van de familiebedrijven ten opzichte van de institutionele investeerders, kan een samenwerking ook voordelen bieden voor het familiebedrijf. Lambrecht et al. (2013) stellen namelijk dat er, naast het volgen van de *pecking order* theorie, diverse redenen zijn om externe bronnen van kapitaal te gebruiken. Deze externe bronnen worden niet enkel gebruikt om het familiebedrijf te laten groeien. Het kan ook een oplossing zijn voor conflicten tussen familiale aandeelhouders of een gewone gedeeltelijke uitkoop van deze aandeelhouders, wanneer deze aandeelhouders om persoonlijke redenen uit het bedrijf willen stappen of wanneer er geen geschikte opvolger binnen de familie is om het voortbestaan van het bedrijf te verzekeren. Uit onderzoek van De Schutter (2014) blijkt namelijk dat driekwart van de familiebedrijven er de voorkeur aan geven om als familiebedrijf te blijven bestaan, maar de helft van deze familiebedrijven weten niet of er een

geschikte opvolger in de familie voorhanden is om het familiebedrijf voort te zetten. Dit betekent dat in de komende vijf á tien jaren gemakkelijk tien-tot vijftienduizend familiebedrijven per jaar op de markt kunnen komen wegens gebrek aan familiale opvolging. In een aantal gevallen zal een samenwerking met institutionele investeerders dan een zeer nuttig instrument vormen om ervoor te zorgen dat dit belangrijke deel van onze economie behouden blijft (De schutter, 2014).

Ten slotte kunnen volgens hetzelfde onderzoek institutionele investeerders ook op verschillende vlakken meer professionalisme meebrengen en dus zorgen voor een extra kritische stem in het bedrijf (Lambrecht et al., 2013). Ook Söding (2011) stelt in zijn onderzoek dat door samen te werken met een institutionele investeerder, het familiebedrijf niet enkel profiteert van de kapitaalsinjectie, maar ook gebruik kan maken van het professionalisme, de ervaringen, de ideeën en de contacten van de institutionele investeerder.

Het samenwerken met de institutionele investeerders heeft natuurlijk ook nadelen voor het familiebedrijf. Het houdt in dat er wat controle over het bedrijf moet worden losgelaten. Dit is net binnen familiebedrijven een heel gevoelig topic (Tappeiner, Howorth, Achleitner, & Schraml, 2012). Familiebedrijven hebben volgens Seet, Graves, Hadji, Schnackenberg en Gustafson (2010) ook maar een beperkte kennis van wat de samenwerking met een institutionele investeerder juist inhoudt en hoe het hun kan helpen om projecten te realiseren. Familiebedrijven vinden ook dat de institutionele investeerders langs hun kant onvoldoende de dynamiek van een familiebedrijf begrijpen en dan ook onvoldoende kunnen inschatten welke factoren nu juist belangrijk zijn voor de familiale eigenaars (Lambrecht et al., 2013).

Ondanks het feit dat familiebedrijven een leidende rol hebben in de economie (IFERA, 2003), vermijden de institutionele investeerders, zoals eerder aangehaald, het investeren in de familiebedrijven. Dit doen ze omdat zij enerzijds als gesofisticeerde investeerders bewust zijn van de nadelen die een kleine aandeelhouder in een familiebedrijf ondervindt. Deze nadelen ontstaan bij het familiebedrijf door het nastreven van niet-economische doelen ten koste van de pure economische doelen, zoals winst (Fernando et al., 2014). In sommige gevallen kan dit zelfs leiden tot *earnings management* (Stockmans, Lybaert & Voordeckers, 2010). De institutionele investeerders vermijden de familiebedrijven anderzijds omdat zij ervan bewust zijn dat familiebedrijven niet op hetzelfde niveau qua regelgeving met betrekking tot *corporate governance* staan (Fernando et al., 2014).

Al de voorgaande factoren kenmerken de mismatch tussen de institutionele investeerders en familiebedrijven. Hoewel er al veel onderzoek is gedaan naar familiebedrijven en institutionele investeerders apart, is de combinatie van deze twee nog maar amper onderzocht (Fernando et al., 2014). Zo onderzochten Fernando et al. (2014) de aanwezigheid van institutionele investeerders bij familiebedrijven en de invloed van de *corporate governance* code in Amerika. Colot en Bauweraerts (2016) onderzochten de invloed van institutionele investeerders op de prestaties van Franse familiebedrijven. Deze problematiek is echter nog niet in de Belgische context onderzocht.

In deze masterproef wordt er dan ook onderzocht wat het belang is van de institutionele investeerders voor Belgische familiebedrijven, meer bepaald voor de bedrijven die genoteerd staan op de Belgische beurs. Er wordt gekeken naar hoe het staat met de aanwezigheid van institutionele investeerders bij de Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven, wat het effect van de aanwezigheid van institutionele investeerders is op de financiële prestaties van een Belgisch familiebedrijf en of de aanwezigheid van de institutionele investeerders een invloed heeft op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving door Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven.

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

In deze masterproef wordt er vanuit het standpunt van het familiebedrijf gekeken naar wat het belang is van de samenwerking met institutionele investeerders voor beursgenoteerde familiebedrijven in België. Meer bepaald: heeft de aanwezigheid van institutionele investeerders binnen familiebedrijven een positief of een negatief effect op de prestaties van het familiebedrijf en in welke mate zijn de institutionele investeerders aanwezig in Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven.

Centrale onderzoeksvraag: "Wat is het belang van de institutionele investeerders voor Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven?"

Verder wordt de centrale onderzoeksvraag opgedeeld in vijf deelvragen om deze uitgebreider te kunnen onderzoeken. Om de relatie tussen familiebedrijven en institutionele investeerders te begrijpen, is het dan ook belangrijk om te weten wat een familiebedrijf nu juist is. We gaan dan ook onderzoeken hoe men in de wetenschappelijke literatuur een familiebedrijf definieert met behulp van de eerste deelvraag:

Deelvraag 1: "Hoe wordt een familiebedrijf gedefinieerd in de bestaande literatuur?"

Ook weten wat het begrip 'een institutionele investeerder' nu juist inhoudt, is cruciaal voor het begrijpen van de centrale onderzoeksvraag. Dit wordt verklaard aan de hand van de tweede deelvraag:

Deelvraag 2: "Hoe wordt een institutionele investeerder gedefinieerd in de bestaande literatuur?"

Eveneens wordt er getracht een zicht te krijgen op het belang van institutionele investeerders in de financiering van Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven en eventuele verschillen tussen familie en niet-familiebedrijven. Verder willen we ook onderzoeken of deze verhouding is geëvolueerd in de tijd. De derde deelvraag luidt dan ook:

Deelvraag 3: "Wat stelt de wetenschappelijke literatuur over de verhouding tussen de aanwezigheid van institutionele investeerders in familiebedrijven en niet-familiebedrijven en hoe is deze verhouding in Belgische, beursgenoteerde bedrijven doorheen de tijd?"

Er is slechts weinig geweten over hoe institutionele investeerders en familiebedrijven met elkaar werken om waarde te creëren of net te vernietigen. Dit blijft een belangrijke kwestie om te onderzoeken aangezien zowel familiebedrijven als institutionele investeerders een dominante kracht zijn in de economische wereld (Bennett, Sias, & Starks, 2013). Daarom zullen we onderzoeken of de institutionele investeerders ook een effect hebben op de prestaties van Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven met behulp van de vierde deelvraag:

Deelvraag 4: "Hebben institutionele investeerders volgens de wetenschappelijke literatuur een effect op de prestaties van familiebedrijven en heeft de aanwezigheid van institutionele investeerders een effect op de prestaties van Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven?"

Tot slot zullen we ook onderzoeken of de aanwezigheid van institutionele investeerders een effect heeft op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven. In de theorie wordt namelijk gesteld dat de *corporate governance* wetgeving een positief effect heeft op de relatie tussen familiebedrijven en institutionele investeerders. Fernando et al. (2014) vonden in hun onderzoek dan ook een positief effect door de invoering van de SOX-wetgeving bij de relatie tussen familiebedrijven en institutionele investeerders in de Verenigde Staten. Er is echter niets geweten over het omgekeerde, meer bepaald over de invloed van institutionele investeerders op de toepassing van de Code *corporate governance* bij Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven. De vijfde en laatste deelvraag luidt dan ook:

Deelvraag 5: "Wat stelt de wetenschappelijke literatuur over de invloed van institutionele investeerders op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij familiebedrijven en heeft de aanwezigheid van institutionele investeerders een effect op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven?"

1.3 Onderzoeksaanpak

Allereerst wordt er in de wetenschappelijke literatuur op zoek gegaan naar de beschrijving of uitleg van relevante begrippen en theorieën alsook naar de onderzoeken en bevindingen van reeds gevoerde onderzoeken over het belang van institutionele investeerders in familiebedrijven. De meeste wetenschappelijke literatuur wordt gezocht via EBSCOhost. Daarnaast zullen er ook wat aanvullende studies gezocht worden via Google Scholar, maar ook via websites zoals www.familiebedrijf.be.

Voor het beantwoorden van deelvragen 1 en 2 zullen we in de wetenschappelijke literatuur op zoek gaan naar begrippen en theorieën die de deelvragen kunnen verklaren. Hiervoor worden onder andere de zoektermen '*family firm*' en '*institutional investor*' gebruikt.

Voor de derde en de vierde deelvraag gaan we in de wetenschappelijke literatuur op zoek naar onderzoeken en bevindingen van reeds gevoerde onderzoeken om onze hypothesen te ondersteunen. Vervolgens worden voor het empirisch gedeelte de financiële gegevens en gegevens met betrekking tot het aandeelhouderschap van bedrijven bestudeerd doorheen de tijd. Deze gegevens worden

opvraagt via de website van de Nationale Bank of via Bel-first. Bel-first is een database bijgehouden door Bureau van Dijk (z.d.) met informatie over 1,2 miljoen Belgische en 25.000 Luxemburgse ondernemingen. De Bel-first database biedt ons informatie over onder andere financiële gegevens, ratio's, de mandatarissen, de aandeelhouders en het aantal werknemers. Met behulp van alle gegevens zullen we deelvraag 3 en deelvraag 4 analyseren aan de hand van panel data. Voor deelvraag 3 wordt er enkel een beschrijvende analyse uitgevoerd. Voor deelvraag 4 wordt er in Stata een regressie uitgevoerd op deze panel data.

Tot slot zal voor de vijfde en laatste deelvraag in de wetenschappelijke literatuur op zoek worden gegaan naar relevante onderzoeken en theorieën die de deelvraag kunnen verklaren. Dit wordt onder andere gedaan aan de hand van de volgende zoektermen: '*corporate governance*' en 'Code Lippens'. Voor het empirisch gedeelte zal er in de jaarrekeningen van de eerder geïdentificeerde beursgenoteerde familiebedrijven op zoek worden gegaan naar bepaalde factoren in verband met de rapportering over *corporate governance* in het jaar 2015. Aan de hand van deze factoren zullen we dan een governance score opstellen. Deze score vormt dan de afhankelijke variabele voor een tweede regressieanalyse die zal uitgevoerd worden met behulp van SPSS.

Literatuurstudie

Hoofdstuk II: Familiebedrijven en institutionele investeerders: definitie

Allereerst is het belangrijk om te weten wat nu juist een familiebedrijf en een institutionele investeerder zijn. Het begrip familiebedrijf wordt verder verklaard in sectie 2.1. De verklaring met betrekking tot de institutionele investeerders bevindt zich in sectie 2.2.

2.1 Definitie familiebedrijf

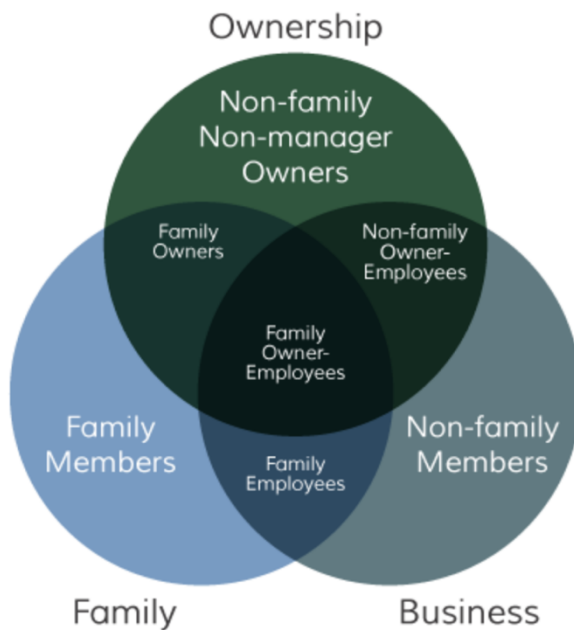
In deze sectie wordt het begrip familiebedrijf verder gespecificeerd. Familiebedrijven hebben namelijk niet enkel een andere setting dan niet-familie bedrijven, ze zijn op alle vlakken anders. Familiebedrijven hebben, naast het nastreven van winst, andere niet-financiële motivaties dan de puur economische motivaties beschreven door de *agency* theorie (Fernando et al., 2014).

In de literatuur bestaat echter geen eenduidige definitie van een familiebedrijf. Er zijn zeer veel definities van een familiebedrijf en hier blijven dan ook onduidelijkheden over bestaan (Chua, Chriman, & Sharma, 1999). Daarom worden enkele algemeen aanvaarde, vaak gebruikte definities van een familiebedrijf gegeven.

2.1.1 Driecirkel model

Het driecirkel model is uitgebracht door Tagiuri en Davis in 1982. Het model verklaart dat het familiebedrijf bestaat uit drie onafhankelijke en overlappende groepen. Deze groepen zijn de familie, het bedrijf en het eigendom (figuur 1). Als gevolg van deze overlapping zijn er ook zeven belanghebbende groepen aanwezig met elk hun eigen perspectieven, doelen en dynamieken (Tagiuri & Davis, 1996). Het lange termijn succes van het familiebedrijf hangt volgens Tagiuri en Davis (1996) dan ook in grote mate af van het functioneren en de wederzijdse ondersteuning van deze belanghebbende groepen. Het driecirkelmodel maakt zo duidelijk dat de dynamieken in een familiebedrijf veel complexer zijn dan in een niet familiebedrijf.

Figuur 1: Het driecirkelmodel van Tagiuri en Davis (Davis, z.d.).



2.1.2 Definitie Chua, Chrisman & Sharma

In het onderzoek van Chua et al. (1999) is er getracht om alle definities van een familiebedrijf samen te brengen en te komen tot één eenduidige definitie. Een eerste vaststelling was dat de definities geen verschil maken tussen het bestuur en het management van het familiebedrijf. Ten tweede zijn er onderzoeken waarbij enkel een controlerend eigendom of familiaal management vereist is, waarbij andere onderzoeken zowel het familiaal, controlerend eigendom als het familiaal management vereisen. De definities houden dus rekening met drie onderscheidende combinaties van eigendom en management (Chua et al., 1999). Deze zijn volgens Chua et al. (1999):

- A) De familiebedrijven die een familiaal eigendom en management hebben.
- B) De familiebedrijven die een familiaal eigendom hebben, maar geen familiaal management.
- C) De familiebedrijven die een familiaal management hebben, maar geen familiaal eigendom.

Uit het onderzoek bleek dat alle onderzochte definities het erover eens waren dat wanneer het eigendom en het management in handen zijn van een dominante familie, het bedrijf een familiebedrijf is (combinatie A). Er is echter wel onenigheid wanneer er wordt afgeweken van deze combinatie van familiaal management en eigendom. Zo stellen Rosenblatt, DeMik, Anderson en Johnson (1985) en Holland en Oliver (1992) dat een bedrijf wordt beschouwd als een familiebedrijf wanneer het eigendom van het bedrijf in handen is van de familie of de familie direct betrokken is bij het management van het bedrijf. Handler (1989) stelt echter dat een familiebedrijf enkel gekenmerkt wordt door het familiaal management (combinatie C). Tenslotte beargumenteren Lansberg, Perrow en Rogolsky (1988), Gallio en Sveen (1991) en Donckels en Frohlich (1991) dat een familiebedrijf een bedrijf is waarbij het eigendom in handen is van de familie (combinatie B).

Chua et al. (1999) besluiten echter dat de meeste onderzoeken combinatie B boven combinatie C verkiezen.

Chua et al. (1999) stelden dan ook voor dat een bedrijf een familiebedrijf is, als het zich gedraagt als één en dat dit gedrag anders is dan dat van een niet-familiebedrijf. De essentie van een familiebedrijf bestaat namelijk uit een visie die ontwikkeld wordt door een dominante coalitie van één of een aantal families met de intentie om deze visie verder vorm te geven en na te streven op een manier die duurzaam is doorheen de verschillende generaties van de familie (Chua et al., 1999).

Chua et al. (1999) komen dan ook tot een definitie die combinatie A en het nastreven van deze visie combineren, namelijk:

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. 25)

2.1.3 F-PEC schaal

Volgens Astrachan, Klein en Smyrniotis (2002) is het geen relevante kwestie of een bedrijf een familiebedrijf is of niet, maar wel de omvang en de wijze waarop familiale betrokkenheid en invloed op het bedrijf aanwezig zijn. De F-PEC schaal (*Family influence – Power, Experience, Culture*) van Astrachan et al. (2002) stelt dat er drie belangrijke dimensies of sub schalen zijn van de familiale betrokkenheid, namelijk *power*, *experience* en *culture* (figuur 2). De F-PEC schaal vormt een index die het toelaat om verschillende niveaus van familiale betrokkenheid te meten en hun effect op de prestaties van bedrijven te vergelijken.

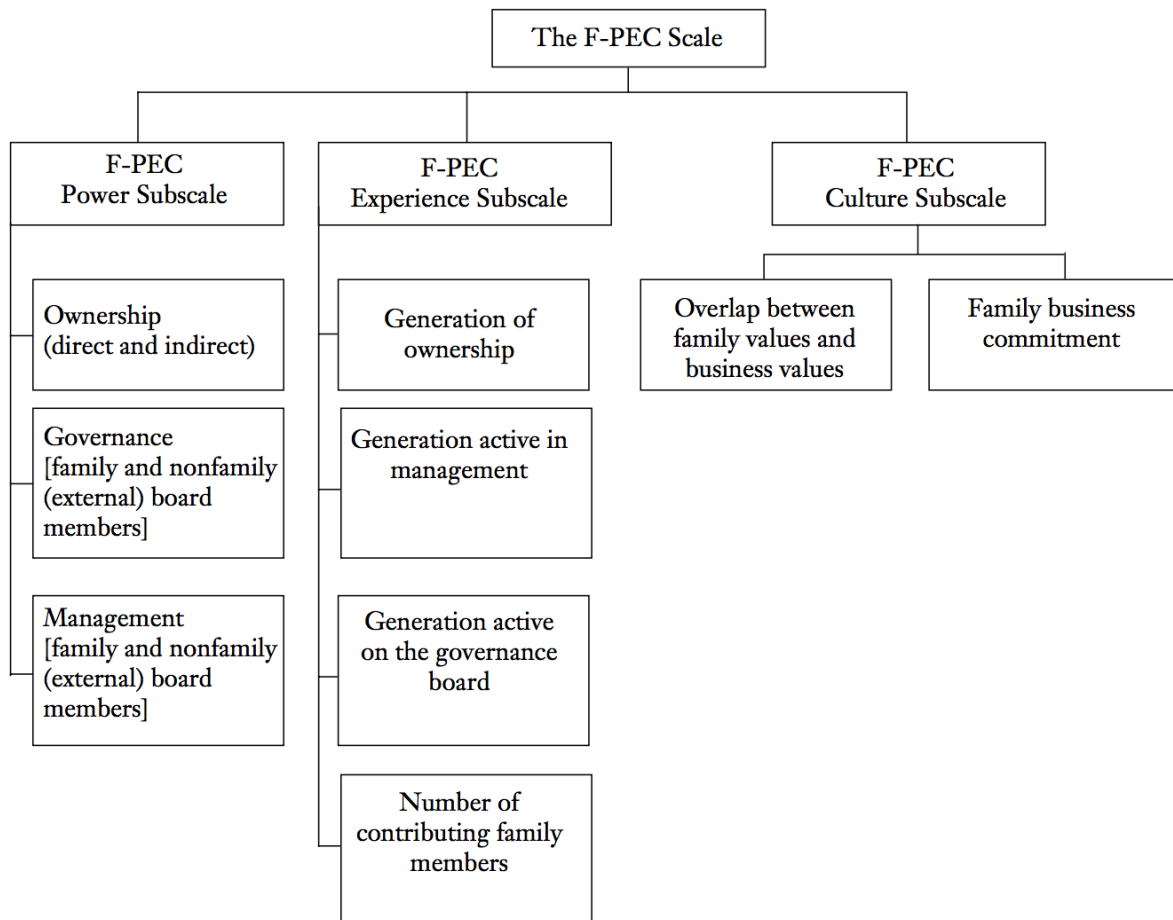
De *power* sub schaal refereert naar dominantie uitgevoerd door het financieren, leiden en/of controleren van het bedrijf (Klein, Astrachan, & Smyrniotis, 2005). Ze beoordeelt de mate van totale invloed van *power* in de handen van de familie of in de handen van degene benoemd door de familie. Een familie kan invloed uitoefenen op het bedrijf door de omvang van hun eigendom, bestuur en management betrokkenheid (figuur 2). Er moet echter niet alleen met deze kwesties rekening worden gehouden, maar ook met de juridische, politieke en economische verschillen tussen landen (Astrachan et al., 2002).

De *experience* dimensie verwijst naar de totale ervaring die de familie in het bedrijf brengt en uitgevoerd wordt door de generatie die verantwoordelijk is voor het management en het eigendom (Klein et al., 2005). Deze sub schaal focust zich op de opvolging en het aantal leden van de familie die iets bijdraagt tot het bedrijf. Astrachan et al. (2002) stellen dat de familiale ervaring van opvolging kan beschouwd worden als een exponentiële functie. Zij beargumenteren namelijk dat het niveau van ervaring verkregen door opvolging het grootst is bij de verschuiving van de eerste naar de tweede generatie. Tijdens de eerste generatie worden er verschillende nieuwe rituelen geïntroduceerd. De tweede en volgende generaties kunnen dus proportioneel minder en minder

bijdragen tot dit proces (Astrachan et al., 2002).

Ten slotte verwijst de *culture* sub schaal zowel naar de mate waarop de familiale en de zakelijke waarden elkaar overlappen als naar de inzet van de familie in het bedrijf (figuur 2). Deze inzet wordt gezien als een combinatie van drie factoren namelijk, een persoonlijk geloof in de visie en doelen van het bedrijf, de bereidheid om bij te dragen aan het bedrijf en een verlangen naar een relatie met de organisatie (Astrachan et al., 2002).

Figuur 2: The F-PEC schaal (Astrachan et al., 2002)



De F-PEC schaal toont een duidelijk onderscheidend vermogen, met name de familiale betrokkenheid. De familie is een bron van verschillende middelen via *power*, *experience* en *culture*. Deze drie dimensies gecombineerd kunnen leiden tot functionele middelen, met inbegrip van kennis en vaardigheden (Klein et al., 2005).

2.1.4 GEEF definitie

Een volgende, internationaal veel gebruikte, definitie wordt gegeven door de 'European Group of Owner Managed and Family Enterprises' (GEEF) (Lambrecht & Molly, 2011). GEEF werd in 1977 gecreëerd. Haar belangrijkste doel is om de belangen van familiebedrijven te ondersteunen en te beschermen binnen de Europese Unie. Sinds haar oprichting heeft GEEF dan ook nauw samen gewerkt met de Europese Commissie (European Family Businesses (GEEF), z.d.). Voor GEEF moet een bedrijf voldoen aan de volgende voorwaarden om beschouwd te worden als een familiebedrijf (European Family Businesses, 2013):

- 1) De meerderheid van de beslissingsrechten zijn in het bezit van de natuurlijke persoon (personen) die het bedrijf heeft/hebben opgericht, of in het bezit van de natuurlijke persoon (personen) die de aandelen van het bedrijf heeft/hebben verworven, of in het bezit van hun echtgenoot, ouders, kinderen of directe erfgenamen van de kinderen.
- 2) De meerderheid van de beslissingsrechten zijn indirect of direct.
- 3) Ten minste één vertegenwoordiger van de familie of aanverwanten is formeel betrokken bij het bestuur van het bedrijf.
- 4) Beursgenoteerde bedrijven voldoen aan de definitie van een familiebedrijf als de persoon die het bedrijf heeft opgericht of verkregen of zijn familie of zijn nakomelingen 25% van de beslissingsrechten van het bedrijf bezitten.

Om internationaal bevindingen te kunnen vergelijken, gebruikt ook het Belgisch instituut voor de familiebedrijven deze definitie van GEEF (Lambrecht & Molly, 2011).

2.2 Institutionele investeerder

Institutionele investeerders zijn entiteiten met grote bedragen om te investeren, zoals beleggingsfondsen, makelaars, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, investeringsbanken en uitkeringsfondsen (Fernando et al., 2014; Bennet et al., 2003; Colot & Bauweraerts, 2016). Institutionele investeerders verschillen van individuele investeerders omdat zij meer tijd, aandacht en financiële middelen hebben voor het uitpluizen van financiële informatie. Zij hebben namelijk fiscale analisten in dienst die de managers adviseren over investeringsbeslissingen. Ze zijn dus veel gesofisticeerder dan individuele investeerders (Fernando et al., 2014).

Uit onderzoek van Allart, Monaco en Finet (2016) naar de aanwezigheid van institutionele investeerders op de Belgische beurs bleek dat institutionele investeerders in België onvermijdbaar zijn, ook al is hun aanwezigheid variabel in overeenstemming met de indexcijfers. Ook bij kleine kapitalen in België is er een aanwezigheid van 70% van institutionele investeerders met een gemiddeld eigendomspercentage van 17% (Bughin, Finet, & Monaco, 2015).

Institutionele investeerders voorzien extern kapitaal aan bedrijven in ruil voor een deel van de aandelen. Hun doel is om hierop winst te maken over een gemiddelde periode van vijf tot tien jaar door hun aandelen te verkopen aan andere institutionele investeerders of andere partijen (Dawson,

2011). In deze periode zullen ze dan ook proberen om invloed uit te oefenen op deze bedrijven om zo de acties van het bedrijf en zijn managers te beïnvloeden (Fernando et al., 2014). Aangezien institutionele investeerders een goede oplossing kunnen zijn voor de opvolgingsproblemen en de operationele efficiëntie kunnen verbeteren, vormen familiebedrijven een constante bron van mogelijke doelwitten voor institutionele investeerders (Scholes, Wright, Westhead, Bruining, & Kloeckner, 2009).

Uit eerder wetenschappelijk onderzoek is reeds gebleken dat institutionele investeerders proberen om invloed uit te oefenen op het bedrijf waarin ze investeren. Ze proberen zo de acties van de bedrijven en hun managers te beïnvloeden (Hirshleifer & Teoh, 2003). Zo vond Bushee (1998) dat de aanwezigheid van institutionele investeerders managers verhindert om te doen aan *earnings management* door het verminderen van de R&D uitgaven. Ook toonden Hartzell en Starks (2003) in hun onderzoek aan dat de institutionele investeerders een controlerende rol uitoefenen met betrekking tot de beloning van bestuurders. Zij vonden dat de *pay-to-performance* gevoeligheid stijgt wanneer de aanwezigheid van institutionele investeerders stijgt. Ook is het controleren van de bedrijven door institutionele investeerders een belangrijk mechanisme met betrekking tot *corporate governance* (Almazan, Hartzell, & Starks, 2005).

Bij de institutionele investeerders kan er onder andere een onderscheid gemaakt worden tussen *pressure-sensitive* en *pressure-insensitive* institutionele investeerders. Enerzijds heb je institutionele investeerders die potentiële of bestaande zakenrelaties hebben met het bedrijf. Deze worden *pressure-sensitive* genoemd omdat zij minder bereid zijn om beslissingen van het management aan te vechten om deze zakenrelaties te beschermen (Colot & Bauweraerts, 2016). Anderzijds heb je institutionele investeerders die minder vatbaar zijn voor druk van een bedrijf. Zij kunnen dus meer optreden als effectieve monitor voor het bedrijf waarin ze investeren. Dit type van investeerders worden *pressure-insensitive* institutionele investeerders genoemd (Colot & Bauweraerts, 2016). Er wordt geclaimd dat deze *pressure-insensitive* institutionele investeerders gunstig zijn voor het resultaat van familiebedrijven, terwijl het omgekeerde wordt verondersteld voor *pressure-sensitive* institutionele investeerders (Colot & Bauweraerts, 2016).

Bushee en Noe (2000) daarentegen stellen voor om institutionele investeerders in te delen in drie, niet-overlappende groepen gebaseerd op hun investeringsstrategie. De *dedicated institutions* (eerste categorie) investeren voor de lange termijn en gaan op zoek naar lange termijn waarde creatie. De *transient institutions* (tweede categorie) investeren echter voor de korte termijn. Zij hopen zo snel mogelijk te profiteren van hun investering en over te gaan tot een volgende investering. De *quasi-indexed institutions* (derde categorie) maken ten slotte gebruik van gepatenteerde algoritmes om aandelen te identificeren die geschikt zijn voor te kopen of te verkopen. Deze laatste categorie wordt vaak gekenmerkt door het handelen met private informatie. De *transient* en *quasi-indexed institutions* handelen frequent, maar de *dedicated institutions* doen dit niet. Volgens het onderzoek van Bushee en Noe (2000) zal elk van de voorafgaande types institutionele investeerders, publieke bedrijven vanuit een investeringsstandpunt eerder als aantrekkelijk waarnemen dan familiebedrijven en eenmanszaken. Het familiebedrijf en de bijhorende controle van de familie worden zelfs als minst

aantrekkelijke optie aanschouwd. Ondanks het feit dat *dedicated institutions* de focus op de lange termijnstrategie delen met familiebedrijven, vermijden zij toch de investering door de familiale doelen en focus op het behouden van de controle door de familie (Bushee & Noe, 2000).

Hoofdstuk III: Theorieën relevant voor de relatie tussen familiebedrijven en institutionele investeerders

In dit hoofdstuk worden de theorieën verklaard die relevant zijn voor het begrijpen van de complexe relatie tussen familiebedrijven en institutionele investeerders. Familiebedrijven hebben namelijk specifieke kenmerken die van belang zijn voor de relatie met de institutionele investeerders, zoals het bestaan van *socioemotional wealth* gedreven *agency* problemen en de voorkeur voor de *pecking order* theorie. Deze kenmerken van de familiebedrijven worden verder verklaard in sectie 3.1. In sectie 3.2 wordt een mogelijke manier om institutionele investeerders te beschermen tegen *agency* problemen bij familiebedrijven besproken. Dit gebeurt aan de hand van de *corporate governance* wetgeving, maar kan ook benaderd worden via de institutionele theorie. Tot slot worden er in sectie 3.3 ook nog enkele theorieën behandeld die een voorspelling doen over het effect van institutionele investeerders op de prestaties van bedrijven, zoals onder andere de benadering volgens de *resource-based view*.

3.1 Kenmerken van de familiebedrijven

3.1.1 Pecking order theorie

In de probleemstelling bleek reeds dat de *pecking order* theorie een relevante theorie is voor het verklaren van hoe familiebedrijven externe bronnen van kapitaal, of meer bepaald institutionele investeerders, beschouwen.

De *Pecking order* theorie is namelijk een theorie die een hiërarchische volgorde beschrijft waarin bedrijven aan hun financieringsbehoefte kunnen voldoen. Dit houdt in dat bedrijven eerst zullen zoeken naar interne bronnen van kapitaal, vervolgens naar schulden en als laatste naar externe bronnen van kapitaal, zoals de institutionele investeerder (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). De externe bronnen van kapitaal staan als laatste in de volgorde omdat dit extern kapitaal wordt gezien als de onaantrekkelijkste optie. Informatie-asymmetrie tussen de bedrijven en de investeerders zal dan ook leiden tot een onderwaardering van het bedrijf (Myers & Majluf, 1984).

Uit de theorie blijkt dat ook familiebedrijven de logica van de *Pecking order* theorie volgen (Cassar & Holmes, 2003; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). Familiebedrijven vertonen regelmatig een laag niveau van transparantie ten opzichte van niet familieleden dat leidt tot hoge asymmetrische informatie tussen potentiële externe investeerders en het familiebedrijf. Hierdoor kan het effect van een onderwaardering of onderschatting dan ook hoger zijn bij familiebedrijven. Hun financieringsbeslissing zal hierdoor ook gekenmerkt worden door een hoge onwil ten opzichte van externe bronnen van kapitaal (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). Dit is consistent met de *socioemotional wealth* theorie waaruit blijkt dat familiebedrijven het behouden van de controle over het bedrijf een hoge prioriteit geven, ook al betekent dit een hoger economisch risico (Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007).

Familiebedrijven verkiezen dus *retained earnings* en schulden boven niet-familiale *equity*, zoals de institutionele investeerders (Poutziouris, 2001). De *pecking order* theorie voorspelt dat kleine en

middelgrote familiebedrijven een *finance gap* kunnen ervaren door hun voorkeur voor *retained earnings* en schulden ten opzichte van externe bronnen van financiering. Een *finance gap* of *equity gap* refereert naar de situatie wanneer bepaalde bronnen van financiering, in dit geval de externe bronnen, niet beschikbaar zijn voor familiebedrijven (Seet et al., 2010).

Seet et al. (2010) beargumenteert echter dat de *Pecking order* theorie niet enkel geldt voor het verklaren van het beslissingsproces voor het aantrekken van externe financieringsbronnen bij een familiebedrijf, maar ook kan worden toegepast op hoe familiebedrijven institutionele investeerders zien voor de opvolging binnen het bedrijf.

3.1.2 Agency theorie

De *agency* theorie is een theorie ontwikkeld door Jensen & Meckling (1976). Ze verklaart de relatie tussen een agent, de manager van het bedrijf, en een principaal, de eigenaar van het bedrijf, in de bedrijfscontext. Een *agency*-relatie is een contract waarbij de agent bepaalde diensten moet presteren voor de doeleinden van de principaal. De mogelijkheid kan zich echter voordoen dat de agent, die optreedt in hoofde van de principaal onopgemerkt zijn eigen belangen vooropstelt ten koste van de principaal. De *agency* theorie stelt dat de agent zijn *incentive* om de doeleinden van de principaal na te streven zal stijgen indien hij hier voldoende voor gecompenseerd wordt (Jensen & Meckling, 1976).

Volgens Jensen & Meckling (1976) is de principaal niet betrokken noch bewust van de dag-tot-dag werking van het bedrijf. Dit creëert informatie-asymmetrie die het mogelijk maakt voor de agent om persoonlijke voordelen uit het bedrijf te gaan halen ten koste van de principaal in de vorm van *free-riding* of *shirking*. Deze fenomenen komen voor omdat in een groepssituatie waarin individuele input niet te onderscheiden is of toezichtkosten onbetaalbaar zijn, elk individu een negatieve *incentive* heeft om de productiekosten te controleren of te minimaliseren, genaamd *free riding*, en een positieve *incentive* heeft om minder inspanningen te leveren, genaamd *shirking* (Jones, 1984). Als dit ongecontroleerd blijft, zal het ten koste gaan van de prestaties van het bedrijf en zal het uiteindelijk het welbevinden van de principaal schaden (Jensen & Meckling, 1976). Gecombineerd kunnen informatie-asymmetrie en *incentives* een *moral hazard* betekenen voor de agent. Het probleem van *moral hazard* kan door de principaal verminderd worden door het gedrag van de agent in het oog te houden, toegang te krijgen tot de interne flow van informatie van het bedrijf en het verstrekken van prikkels die de agent aanmoedigen om te handelen in het belang van de principaal. Deze kosten die gemaakt worden om te controleren of de agent handelt volgens de belangen van de principaal, worden *agency* kosten genoemd. (Jensen & Meckling, 1976).

Deze voorafgaand beschreven traditionele *agency* theorie wordt in de literatuur ook wel type 1 *agency* problemen genoemd (Villalonga & Amit, 2006). Deze type 1 *agency* problemen worden kleiner naarmate de agent een hogere *incentive* heeft om de doeleinden van de principaal na te streven (Jensen & Meckling, 1976). Volgens de *agency* theorie zouden de *agency* kosten in een familiebedrijf dus zeer miniem of zelfs nul moeten zijn aangezien de agent van het familiebedrijf meestal een hoog percentage van de aandelen in handen heeft. De principaal en agent zijn dan ook

vaak dezelfde persoon of van dezelfde familie. Bovendien zorgt de familiariteit tussen de principaal en de agent ervoor dat de communicatie en samenwerking bevorderen (Dawson, 2011). De traditionele *agency* theorie (en de bijhorende type 1 *agency* problemen) lijkt dus niet meteen een geldige theorie om familiebedrijven te karakteriseren. (Fernando et al., 2014).

Recent onderzoek heeft echter aangetoond dat familiebedrijven lijden aan een ander soort type *agency* probleem. Familiebedrijven worden gekenmerkt door een groot aandeelhouderspercentage dat in handen is van één familie (Villalonga & Amit, 2006). Deze grote aandeelhouders kunnen hun positie in het bedrijf dan misbruiken om persoonlijke voordelen uit het bedrijf te halen ten nadele van de kleine aandeelhouders (Bhaumik & Gregoriou, 2010). Deze persoonlijke voordelen behoren tot de niet-economische doelen, want uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dat familiebedrijven zowel economische als niet-economische doelen nastreven.

Deze problemen staan bekend als type 2 *agency* problemen. Type 2 *agency* problemen worden in tegenstelling tot de type 1 *agency* problemen voornamelijk niet-monetair uitgedrukt (Villalonga & Amit, 2006). Het grootste deel van deze niet-economische doelen van het familiebedrijf worden door Gómez-Mejía et al. (2007) beschreven onder het concept van *Socioemotional wealth* (SEW).

Deze type 2 *agency* problemen zijn dus zeker relevant voor de institutionele investeerder aangezien zij in het merendeel van de gevallen gaan optreden als deze kleine aandeelhouder binnen het familiebedrijf.

3.1.3 Socioemotional wealth theorie

De *socioemotional wealth* theorie gaat verder dan de type 2 *agency* problemen en probeert duidelijk te maken waarom familiebedrijven keuzes maken die ongewoon lijken ten opzichte van niet-familiebedrijven.

Met *socioemotional wealth* wordt verwezen naar alle niet-financiële aspecten van een familiebedrijf die overeenkomen met de emotionele behoeften van de familie. Voorbeelden van niet-financiële aspecten die familiebedrijven nastreven zijn de identiteit, de mogelijkheid om familiale invloed uit te oefenen, het behouden van de familie dynastie, het behouden van de familiale waarden, het behouden van het sociale kapitaal van het familiebedrijf en het nastreven van familiale verplichtingen op basis van bloed in plaats van strikte criteria van competenties. Het verlies van deze *socioemotional wealth* impliceert dan ook een verlies aan intimiteit, een verlaagde status en de mislukking om aan de verwachtingen van de familie te voldoen (Gómez-Mejía et al., 2007).

Met het nastreven van deze *socioemotional wealth* zullen familiebedrijven een hogere prioriteit geven aan het behouden van de controle van de familie, ook al houdt dit in dat ze hierdoor een hoger risico voor slechtere presentaties riskeren (Gómez-Mejía et al., 2007). Aangezien familiebedrijven ook het faillissement van het bedrijf moeten vermijden, zullen ze toch deels conservatief handelen door geen beslissingen te nemen die de variabiliteit van de prestaties kunnen verhogen (Gómez-Mejía et al., 2007).

De mogelijkheid dat familiebedrijven zowel *risk willing* als *risk adverse* zullen zijn, hangt af van het onderscheid tussen twee soorten risico's: *performance hazard* en *venturing risk* (Gómez-Mejía et al., 2007).

Het eerste type risico, *performance hazard*, gaat over het potentieel voor negatieve consequenties die te maken hebben met een beslissing. Deze beslissing kan zich manifesteren in twee manieren. De eerste manier is de kans op een faillissement of een bedreiging voor het overleven van het bedrijf. De tweede manier is de kans op *below-target performance* in vergelijking met andere bedrijven uit dezelfde sector (Gómez-Mejía et al., 2007).

Het tweede type risico, *venturing risk*, houdt de zoektocht in naar alternatieve routines of opportuniteiten wanneer het bedrijf niet gelukkig is met haar huidige positie, meestal in het geval van *below-target performance* (Gómez-Mejía et al., 2007).

Familiebedrijven doen er dus alles aan om hun *socioemotional wealth* te beschermen, ook al betekent dit een grotere *performance hazard*. Ze zullen echter wel *venturing risks* vermijden als de afstand tot de prestatiedoelen vergroot, waardoor ze zowel *risk willing* als *risk adverse* zijn (Gómez-Mejía et al., 2007).

Al het bovenstaande geeft aan dat het behouden van de *socioemotional wealth* een hoofddoel is voor het familiebedrijf. Omgekeerd houdt dit ook in dat voor het nastreven van dit doel de controle van het bedrijf continu in familiale handen moet zijn. Familiebedrijven zijn dus meer geneigd om de directe controle over het bedrijf binnen de familie te houden (Gómez-Mejía et al., 2007).

De *socioemotional wealth* theorie is dus zeer relevant voor de institutionele investeerder. De familiale aandeelhouders hebben namelijk volgens deze theorie niet dezelfde doelen als andere investeerders. De strategische keuzes gemaakt door de familie komen dus vooral ten goede voor de *socioemotional wealth* van de familie en dit ten koste van de financiële rijkdom en andere aandeelhouders (Fernando et al., 2014).

Er kan dus mogelijk een conflict ontstaan tussen de familiale aandeelhouders (de meerderheid) van het familiebedrijf en de institutionele investeerders omdat familiale aandeelhouders, in tegenstelling tot institutionele investeerders, ook niet-financiële doelen hebben zoals het nastreven van *socioemotional wealth* (Fernando et al., 2014). Om verliezen van hun *socioemotional wealth* te vermijden, zijn familiebedrijven bereid een significant risico met betrekking tot hun economische prestaties te aanvaarden. Hierdoor creëren ze dus *agency* kosten voor niet familiale aandeelhouders, zoals de institutionele investeerders (Steijvers & Voordeckers, 2009).

Om hunzelf te beschermen kunnen de institutionele investeerders of zelfs banken convenanten gaan opstellen die, als ze geschonden worden, beperkingen stellen op de *socioemotional wealth* van de familiebedrijven (Gómez-Mejía et al., 2007).

3.2 Bescherming van de institutionele investeerders

3.2.1 Corporate governance

Een mogelijke manier om de institutionele investeerders te beschermen tegen de *socioemotional wealth* gedreven type 2 *agency* problemen is via de regelgeving in verband met *corporate governance* (Fernando et al., 2014). *Corporate governance* omvat namelijk regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Het biedt mechanismen om leiderschap, integriteit en transparantie in het besluitvormingsproces te waarborgen (Belgische corporate governance code, 2009).

In de Verenigde Staten is al gebleken dat de invoering van de *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) in 2002 een grote impact heeft gehad op de *corporate governance* (Fernando et al., 2014). De SOX-wetgeving betekende een beperking op de mogelijkheid van de familie om hun eigen persoonlijke voordelen te maximaliseren ten koste van kleine aandeelhouders (Fernando et al., 2014).

De SOX-wetgeving betekende dus een wijziging in de regelgeving die significante veranderingen in de *corporate governance* omgeving heeft doorgevoerd. Deze verandering maakte het mogelijk om de impact van de regulering op het nastreven van *socioemotional wealth* door de familie te analyseren (Fernando et al., 2014).

Vanuit het perspectief van het familiebedrijf had SOX drie hoofdbepalingen die dienden om het machtsevenwicht in de *boardroom* te verschuiven van *insiders* naar niet controlerende aandeelhouders. Allereerst vereiste SOX dat het auditcomité bestond uit onafhankelijke bestuurders. Dit zou ervoor zorgen dat het voor *insiders* niet mogelijk is om persoonlijke voordelen uit het besturen van een bedrijf te halen (Fernando et al., 2014). Ten tweede vereiste SOX dat er ernstige verbeteringen inzake interne controle moesten doorgevoerd worden. Deze interne controle moest ook nagekeken worden door de externe auditor, die daarna een oordeel moet vellen over de kwaliteit van deze interne controle. Een effectieve interne controle is namelijk een belangrijk instrument om de activa van de organisatie te vrijwaren en dus om *insiders* te beletten om hier misbruik van te maken ten koste van de, in dit geval, niet controlerende aandeelhouders van het familiebedrijf (Fernando et al., 2014). Als derde en laatste hoofdbepaling vereiste SOX een strengere financiële rapporteringskwaliteit en een openbaarmaking van deze verslaggeving. Hierdoor verhindert SOX aan *insiders* om waarde uit het bedrijf te halen door de accounting informatie te manipuleren (Fernando et al., 2014).

De SOX-wetgeving betekende dus een verandering in de controle tussen familiale aandeelhouders en niet-familiale aandeelhouders. Dit leidde ertoe dat na de SOX-wetgeving institutionele investeerders minder argwanend waren ten opzichte van familiebedrijven (Fernando et al., 2014).

Zoals eerder vermeld is de regelgeving van *corporate governance* of deugdelijk bestuur bij beursgenoteerde bedrijven in België bekend onder de Belgische corporate governance Code. De Code werd ingevoerd in 2009 als de *corporate governance* wet voor beursgenoteerde ondernemingen ter

vervanging van de in 2004 ingevoerde Belgische Corporate Governance Code voor beursgenoteerde bedrijven (Belgische corporate governance code, 2009).

De Belgische corporate governance Code wordt gepubliceerd door de Commissie *Corporate Governance* en is een formele uitdrukking door de vertegenwoordigers van de bedrijfsleiders in België van hun verbintenis om normen en benchmarks op te stellen waaraan insiders en outsiders het bedrijfsgedrag en de bedrijfsstructuren kunnen toetsen. Zonder een Code zou het dan ook vrijwel onmogelijk zijn om een objectieve beoordeling te maken over de naleving van de praktijken rond *corporate governance* (Belgische corporate governance code, 2009).

Deze Code is opgebouwd rond negen principes die de pijlers vormen van een goede *corporate governance* (Belgische corporate governance code, 2009). Deze zijn:

1. De vennootschap past een duidelijke *governance* structuur toe.
2. De vennootschap heeft een doeltreffende en efficiënte raad van bestuur die beslissingen neemt in het belang van de vennootschap.
3. Alle bestuurders geven blijk van integriteit en toewijding.
4. De vennootschap heeft een rigoureuze en transparante procedure voor de benoeming en de beoordeling van haar raad en zijn leden.
5. De raad van bestuur richt gespecialiseerde comités op.
6. De vennootschap werkt een duidelijke structuur uit voor het uitvoerend management
7. De vennootschap vergoedt de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze.
8. De vennootschap gaat met de aandeelhouders en potentiële aandeelhouders een dialoog aan, gebaseerd op een wederzijds begrip voor elkaars doelstellingen en verwachtingen.
9. De vennootschap waarborgt een passende openbaarmaking van haar *corporate governance*.

De Code is gebaseerd op de het Belgisch Wetboek van Vennootschappen en moet dan ook gezien worden als een aanvulling op de bestaande wetgeving waardoor ze samen met de wettelijke initiatieven een kader vormen waarin beursgenoteerde ondernemingen de best mogelijke *corporate governance* kunnen nastreven (Belgische corporate governance code, 2009).

De Code werkt volgens een *comply or explain* principe. Dit betekent dat vennootschappen van sommige bepalingen mogen afwijken, als ze hiervoor een aanvaardbare verklaring geven (Belgische corporate governance code, 2009).

3.2.2 Institutionele theorie

Ook met behulp van de institutionele theorie kan men nagaan of een verandering in de regelgeving van *corporate governance* de zorgen van institutionele investeerders over de type 2 *agency* problemen kunnen verminderen (Fernando et al., 2014).

Instituties zijn namelijk de regels van het spel in een samenleving of, meer formeel, de menselijk bedachte beperkingen die menselijke interactie vormgeven. Dit houdt zowel formele beperkingen zoals regels en wetgevingen in als informele beperkingen zoals gewoontes, tradities en gedragscodes. Instituties zijn dus het kaderwerk waarin menselijke interactie plaatsvindt en het definieert en limiteert de keuzes van een individu (Fernando et al., 2014).

Elke institutie brengt zijn eigen set van regels mee en dus zijn eigen logica en beslissingscriteria. Deze logica is ofwel complementair ofwel tegenstellend met andere instituties vanwaar eenzelfde individu lid is. Deze regels zijn echter niet permanent. Elke institutie en elk individueel lidmaatschap is onderhevig aan verandering doorheen de tijd. Organisaties zoals bedrijven vormen zich dan ook om te profiteren van de mogelijkheden die door de institutie worden aangeboden (Fernando et al., 2014). Als deze organisaties groeien, leidt dit tot een institutionele verandering die op haar beurt weer leidt naar meer evolutie binnen de organisatie. Deze verandering heeft de neiging om incrementeel te worden als gevolg van de verankering in de beperkingen in de instituties en de afhankelijkheid van de organisaties op het institutionele kaderwerk (Fernando et al., 2014). Er kunnen echter wel meer abrupte veranderingen voorkomen als gevolg van een formele verandering van de regels of de wetgeving. Zo een verandering kan een zeer snel en zichtbaar effect hebben op de organisatorische verandering (Fernando et al., 2014).

De institutionele theorie stelt dus dat de wetgeving het machtsevenwicht tussen institutionele investeerders en familiebedrijven kan beïnvloeden en dat een verandering in de wetgeving een manier is om dit machtsevenwicht snel te laten veranderen (Fernando et al., 2014). Fernando et al. (2014) stellen dan ook dat een logisch gevolg hiervan is, dat in het geval dat een machtsongelijkheid verbeterd wordt door een verandering in de wetgeving, institutionele investeerders minder afkerig worden ten opzichte van familiebedrijven.

3.3 De samenwerking tussen familiebedrijven en institutionele investeerders

3.3.1 Resource-based view

Volgens Achleitner, Schraml en Tappeiner (2008) kan ook de *resource-based view* toegepast worden op de relatie tussen familiebedrijven en institutionele investeerders. De *resource-based view* stelt namelijk dat de middelen van een bedrijf hun competitiviteit en mogelijkheid om de strategie na te streven, bepalen. De middelen worden gedefinieerd als activa, mogelijkheden en attributen die resulteren in de sterke en zwakke punten van een bedrijf. Bij de verschillende soorten middelen behoren zowel tastbare als ontastbare middelen (Grant, 1991).

Familiebedrijven bezitten unieke middelen door de systematische interactie tussen de familie en het bedrijf zelf. Deze unieke bundel van middelen wordt *familiness* genoemd en heeft de mogelijkheid om de competitieve positie van het bedrijf te verbeteren of te limiteren (Habbershon, Williams, & MacMillan, 2003).

Volgens Croce en Marti (2016) kan een institutionele investeerder de prestaties van een familiebedrijf dan ook verbeteren door de nieuwe toegang tot waardevolle financiële en niet-financiële middelen die hij met zich meebrengt. Aangezien institutionele investeerders in aanvulling op de financiering ook actief betrokken zijn bij hun portfolio door managers zowel te monitoren als te ondersteunen met waarde toevoegende services.

3.3.2 Het effect van institutionele investeerders op de prestaties van een bedrijf

De bestaande literatuur brengt vier belangrijke hypothesen naar voren om het effect van institutionele investeerders op de prestaties van een bedrijf te verklaren. De *efficient monitoring* hypothese, de *conflict of interest* hypothese, de *strategic alignment* hypothese en de *efficiency abatement* hypothese (Nashier & Gupta, 2016).

De *efficient monitoring* hypothese of simpelweg de *monitoring* hypothese voorspelt een positief verband tussen institutioneel eigendom en de prestaties van het bedrijf. Institutionele investeerders begeleiden bedrijven door hun bedrijfsplannen met hun te bespreken, hun te steunen of om de managementbeslissingen net in vraag te stellen (Pound, 1988). De institutionele investeerders ervaren slechts kleine marginale kosten bij het begeleiden van de bedrijven door schaalvoordelen in onderzoek- en begeleidingsactiviteiten (Demiralp, D'Mello, Schlinkemann, & Subramaniam, 2011). Zelfs voor kleine deelnemingen in bedrijven hebben institutionele investeerders dus een economisch initiatief voor het begeleiden, controleren en beïnvloeden van managementbeslissingen. Institutionele investeerders ondernemen ook grondig onderzoek voor ze investeren om ervoor te zorgen dat het kapitaal wordt toegewezen aan de meest efficiënte ondernemingen, wat op haar beurt zorgt voor een betere bedrijfsprestatie. Dit verklaart het positieve verband van de *monitoring* hypothese tussen institutionele investeerders en bedrijven (Nashier & Gupta, 2016).

De *conflict of interest* hypothese voorspelt dat institutionele investeerders, die zakenrelaties hebben met de bedrijven waarin ze investeren, gedwongen worden zichzelf op één lijn te plaatsen met het management om hun zakenrelaties niet in gevaar te brengen (Pound, 1988). De hypothese stelt dus dat institutionele investeerders niet zullen handelen als actieve begeleiders als ze zakenrelaties hebben met de bedrijven waarin ze investeren. Zulke institutionele investeerders kunnen dan ook niet voldoende inbreng geven tegen het management, waardoor het management van het bedrijf hun eigen belangen kunnen nastreven. Dit zal een negatief effect hebben op de prestaties van het bedrijf. De *conflict of interest* hypothese voorspelt dan ook een negatief verband tussen institutioneel eigendom en bedrijfsprestaties (Nashier & Gupta, 2016).

De *strategic alignment* hypothese stelt dat institutionele investeerders en managers samenwerken en gezamenlijk bedrijfsmiddelen onteigenen voor hun gemeenschappelijk belang (Pound, 1988). In zo een geval zal de institutionele investeerder het management niet begeleiden en is het positieve effect van het begeleiden verdwenen waardoor de prestaties van het bedrijf hier ook onder lijden. De *strategic alignment* hypothese voorspelt dan ook een negatief verband tussen institutioneel eigendom en bedrijfsprestaties (Nashier & Gupta, 2016).

De *efficiency abatement* hypothese beargumenteert dat institutionele investeerders mogelijk een andere kijk hebben op een investering in een bedrijf. In plaats van de beslissingen van het management te begeleiden en te beïnvloeden, zullen ze hun aandeel in een slecht presterend bedrijf eerder verkopen om zo op te treden als een passieve aandeelhouder (Duggal & Millar, 1999). Als passieve aandeelhouders, zullen de institutionele investeerders de bedrijfsprestaties dus niet beïnvloeden (Nashier & Gupta, 2016).

Empirisch onderzoek

Hoofdstuk IV: Onderzoekshypothesen

In dit hoofdstuk worden de hypothesen ontwikkeld voor het empirisch onderzoek. Dit zal gebeuren door te steunen op de reeds besproken theorieën en op reeds gevoerde onderzoeken. In sectie 4.1 wordt de hypothese ontwikkeld voor het verklaren van de aanwezigheid van de institutionele investeerders bij Belgische beursgenoteerde bedrijven. De hypothese voor het onderzoeken van het effect van de institutionele investeerders op de prestaties van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven wordt behandeld in sectie 4.2. Ten slotte wordt de hypothese voor het onderzoeken van de invloed van institutionele investeerders op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving door Belgische beursgenoteerde familiebedrijven besproken in sectie 4.3.

4.1 Aanwezigheid van de institutionele investeerders

Een familiebedrijf leek in eerste instantie de ideale oplossing voor de traditionele *agency* problemen beschreven door Jensen en Meckling (1976), aangezien in deze context de principaal en de agent dezelfde persoon zijn of van dezelfde familie zijn en de bijhorende *agency* kosten dus zeer miniem of zelfs onbestaande zijn (Dawson, 2011; Fernando et al., 2014). Indien je echter in de context van deze masterproef komt, namelijk een institutionele investeerder die in het kapitaal van een familiebedrijf wilt stappen, krijg je te maken met de hierboven beschreven *agency* type 2 problemen. Hierbij gaan de familiebedrijven ook niet-economische doelen nastreven ten nadele van kleine aandeelhouders (institutionele investeerders). Het merendeel van deze niet-economische doelen wordt beschreven door de *socioemotional wealth* theorie (Villalonga & Amit, 2006).

Zoals in de *socioemotional wealth* theorie is aangehaald (cf sectie 3.1.3), is er in familiebedrijven een sterke nadruk op het bouwen en behouden van deze *socioemotional wealth* ten koste van het maximaliseren van de prestaties van het bedrijf (Fernando et al., 2014). Net omdat het nastreven van deze *socioemotional wealth* ten koste gaat van de prestaties van het bedrijf zet dit de familiebedrijven op gespannen voet met mogelijke institutionele investeerders die willen investeren in een bedrijf dat een maximaal financieel rendement biedt (Berrone, Cruz, & Gomez-Meija, 2012).

De institutionele investeerders willen niet enkel een bedrijf dat streeft naar maximale winst, maar ze willen ook graag een zekere mate van invloed uitoefenen op het bedrijf. Ook dit kan resulteren in een mogelijk conflict met de familiale eigenaars van het familiebedrijf (Berrone et al., 2012). De controle over het familiebedrijf behouden door middel van het eigendom van het bedrijf is net hetgeen dat bepalend is voor het behouden van de *socioemotional wealth* omdat deze controle de familie toelaat om haar eigen belangen na te streven met het bedrijf (Stockmans et al., 2010).

Langs de andere kant volgen ook de familiebedrijven de logica van de *pecking order* theorie met betrekking tot het beslissingsproces voor het aantrekken van externe financieringsbronnen. Zoals de *pecking order* theorie verklaart (cf sectie 3.1.1), wordt de financieringsbeslissing van het familiebedrijf gekenmerkt door een onwil voor extern kapitaal en een nog hogere onwil ten opzichte van institutionele investeerders (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007).

Fernando et al. (2014) concluderen dus dat de familie strategische beslissingen zal maken om potentieel verlies van hun *socioemotional wealth* te vermijden ook al gaat dit ten koste van andere principalen, zoals de institutionele investeerder. Ook al kunnen familiebedrijven volgens Anderson en Reeb (2003) niet-familiebedrijven overtreffen in prestaties, toch zullen institutionele investeerders familiebedrijven vermijden enerzijds omdat zij als gesofisticeerde investeerders bewust zijn van de *socioemotional wealth* gedreven type 2 *agency* problemen die uniek zijn aan familiebedrijven en anderzijds omdat zij als instituut niet hetzelfde niveau van actieve *governance* kunnen uitoefenen bij familiebedrijven (Fernando et al., 2014).

Aangezien deze problematiek nog niet onderzocht is in België wordt er verder gebouwd op deze theorieën en het resultaat van het onderzoek van Fernando et al. (2014). Fernando et al. (2014) vonden dat het institutioneel eigendom lager was bij familiebedrijven dan bij niet-familiebedrijven in de Verenigde Staten. De eerste hypothese luidt dan ook als volgt voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven:

H1: "Belgische beursgenoteerde familiebedrijven hebben een lager niveau van institutioneel eigendom dan Belgische beursgenoteerde niet-familiebedrijven doorheen de tijd."

4.2 De invloed van institutionele investeerders op de prestaties van familiebedrijven

De resultaten van reeds gevoerde onderzoeken over het verband tussen institutionele investeerders en de bedrijfsprestaties zijn gemengd (Nashier & Gupta, 2016). Zo vonden onder andere Pound (1988) en Gorton and Kahl (1999) een negatief verband tussen institutioneel eigendom en bedrijfsprestaties zoals voorspeld door de *conflict of interest* hypothese, *strategic alignment* hypothese en de *efficiency abatement* hypothese (cf sectie 3.3.2).

Andere studies vinden echter resultaten die aanleunen bij de *monitoring* hypothese, die een positief verband tussen institutioneel eigendom en bedrijfsprestaties voorspelt (Nashier & Gupta, 2016). Zo vinden onder andere Chaganti en Damanpour (1991), Bhattacharya en Graham (2009) en Thanatawee (2014) een positief verband tussen institutionele investeerders en de prestaties van een bedrijf, wat aanleunt bij de *monitoring* hypothese. Ook Nashier en Gupta (2016) vonden in hun onderzoek dat institutioneel eigendom een positieve impact heeft op de prestaties van het bedrijf. Hun bevindingen veronderstellen dat het voor institutionele investeerders, binnenlandse of buitenlandse, mogelijk is om de acties en beslissingen van het management actief te begeleiden en de prestaties van het bedrijf te verbeteren.

De *resource-based view* stelt dat de prestaties van het bedrijf bepaald worden door een bundel van de middelen en competenties van het bedrijf (Barney, 1991). Volgens Croce en Marti (2016) zou een institutionele investeerder de prestaties van een familiebedrijf dan ook positief moeten beïnvloeden door de nieuwe toegang tot waardevolle financiële en niet-financiële middelen en competenties. Naast de financiering zijn de institutionele investeerders ook actief betrokken bij de bedrijven waarin ze investeren door de managers zowel te ondersteunen als te begeleiden met *value-adding services* die anders niet beschikbaar zouden zijn voor het bedrijf (Croce & Marti, 2016).

Colot (2015) vond in zijn onderzoek dat Belgische familiebedrijven een hoger niveau van bedrijfsprestaties vertonen dan Belgische niet-familiebedrijven. Ook Colot en Bauweraerts (2016) vonden in hun onderzoek dat het hebben van een institutionele investeerder als tweede (kleine) aandeelhouder gunstig en zelfs bepalend kan zijn voor de prestaties van een familiebedrijf in Frankrijk. Meer bepaald door het onderscheidende karakter van een institutionele investeerder, concluderen zij dat de combinatie van een familie als eerste aandeelhouder en een *pressure-insensitive* institutionele investeerder als tweede aandeelhouder een positieve invloed uitoefent.

Steunend op het resultaat van Colot en Bauweraerts (2016) voor Franse familiebedrijven en de resultaten van het verband tussen institutionele investeerders en de prestaties van bedrijven, die in lijn liggen met de *monitoring* hypothese, luidt de hypothese voor het onderzoeken van de invloed van institutionele investeerders bij Belgische beursgenoteerde familiebedrijven als volgt:

H2: "De aanwezigheid van institutionele investeerders oefent een positieve invloed uit op de prestaties van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven."

4.3 De invloed van institutionele investeerders op de toepassing van corporate governance bij familiebedrijven

De institutionele theorie stelt dat een verandering in de wetgeving een manier is om het machtsevenwicht tussen familiebedrijven en institutionele investeerders te laten veranderen. Zo kunnen institutionele investeerders minder afkerig worden ten opzichte van familiebedrijven. Ook Fernando et al. (2014) vonden in hun onderzoek dat de aanwezigheid van institutionele investeerders in familiebedrijven is gestegen na de invoering van de *corporate governance* wetgeving, oftewel SOX. De wetgeving rond *corporate governance* is dan ook een manier voor de institutionele investeerders om zich te beschermen tegen *socioemotional wealth* gedreven *agency* type 2 problemen (Fernando et al., 2014).

De aanwezigheid van institutionele investeerders kan op haar beurt ook leiden tot een betere toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij familiebedrijven. Zo wordt in de wetenschappelijke literatuur gesteld dat de *agency* type 2 problemen tussen de grote aandeelhouder, de familie, en de kleine aandeelhouders, zoals de institutionele investeerders, nog zouden kunnen verminderen bij beursgenoteerde familiebedrijven (Colot & Bauweraerts, 2016).

Aangezien er nog geen onderzoek gedaan is naar de invloed van de aanwezigheid van institutionele investeerders op de toepassing van de *corporate governance* regelgeving bij familiebedrijven, wordt er voor het opstellen van de hypothese gesteund op de bovenstaande literatuur. Mijn derde hypothese voor Belgische beursgenoteerde familiebedrijven luidt als volgt:

H3: "De aanwezigheid van de institutionele investeerders heeft een positief effect op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven."

Hoofdstuk V: Onderzoeksopzet

In dit hoofdstuk worden in sectie 5.1 allereerst de variabelen voorgesteld die gebruikt worden voor het uitvoeren van de regressies. Hierbij wordt enkel gefocust op hypothese 2 en 3, aangezien hypothese 1 enkel descriptief wordt getest aan de hand van de hoogte van het institutioneel eigendom. Voor het testen van hypothese 2 wordt er gebruikt gemaakt van panel data. De variabelen die gebruikt worden voor deze panel data worden voorgesteld in sectie 5.1.1. De variabelen die gebruikt worden voor de multivariate regressieanalyse voor het testen van hypothese 3 worden weergegeven in sectie 5.1.2. Ten slotte worden de laatste stappen gedaan voor we de regressies kunnen uitvoeren. Dit houdt in dat de benodigde data moet worden verzameld. Deze dataverzameling wordt beschreven in sectie 5.2. Vooraleer er echter regressies kunnen worden uitgevoerd op deze data moeten er een aantal assumpties worden nagegaan. De beschrijving en het testen van deze assumpties gebeurt in sectie 5.3.

5.1 Operationalisering van de onderzoeksvariabelen

5.1.1 Regressie voor de analyse van de panel data

De regressie aan de hand van de panel data wordt gebruikt voor het analyseren van hypothese 2: "De aanwezigheid van institutionele investeerders oefent een positieve invloed uit op de prestaties van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven.". Hierbij wordt er een regressie uitgevoerd om het effect van de aanwezigheid van institutionele investeerders bij familiebedrijven op de prestaties van de familiebedrijven te onderzoeken doorheen de tijd.

5.1.1.1 Afhankelijke variabele

In de theorie worden er verschillende maatstaven gebruikt om de prestaties van een bedrijf te meten. Zo is Tobin's Q een veel gebruikte maatstaf voor bedrijfsprestaties die onder meer gebruikt werd in de onderzoeken van Himmerlberg, Hubbard en Palia (1999), Demsetz en Villalonga (2001), Welsch (2003), Hamadi (2010) en Nashier en Gupta (2016).

Colot en Bauweraerts (2016) maken voor het meten van de bedrijfsprestaties echter gebruik van de ratio *Return On Assets* (ROA). Zij kiezen voor een accounting maatstaf van bedrijfsprestaties omwille van twee redenen. Ten eerste reflecteren markt maatstaven van de prestaties in het algemeen de verwachtingen van de vooruitzichten van de bedrijfsprestaties terwijl accounting maatstaven meer focussen op de huidige prestaties (Colot & Bauweraerts, 2016). Zij stellen dat de Tobin's Q van slecht presterende bedrijven beïnvloed kan zijn door de verwachtingen van toekomstige gebeurtenissen zoals een *bid premium* in een *corporate take-over* en dit is niet het geval bij de *return on assets*. Ten tweede vermindert het gebruik van een accounting maatstaf voor prestaties de endogeniteit problemen in de relatie tussen institutioneel eigendom en prestaties. Zo vertegenwoordigt Tobin's Q ook een maat van groei opportuniteiten en aangezien institutionele investeerders gevoelig kunnen zijn voor deze groei, kan het zijn dat het institutioneel eigendom wordt beïnvloed door de prestaties. Dit probleem zal minder snel voorkomen bij de *return on assets* ratio aangezien deze maatstaf de

toekomstige groei opportuniteiten niet weergeeft (Colot & Bauweraerts, 2016).

In deze masterproef zal er echter gebruik gemaakt worden van beide prestatie-maatstaven net zoals in het onderzoek van Hsu en Wang (2014). Zij gebruikten zowel *return on assets* als Tobin's Q en vonden dat er een positief verband bestaat tussen institutionele investeerders en bedrijfsprestaties.

Colot en Bauweraerts (2016) meten *de return on assets* aan de hand van de ratio van de boekwaarde van de operationele winst gedeeld door de boekwaarde van de totale activa. Cole (2013) gebruikt daarentegen de ratio van het netto-inkomen gedeeld door de totale activa. In deze masterproef wordt er gebruik gemaakt van de maatstaf van Cole (2013) aangezien enkele van de beursgenoteerde bedrijven holdings zijn die enkel financiële opbrengsten hebben.

Ook voor de ratio van de Tobin's Q is er overeenstemming binnen de literatuur. Zo meten Himmerlberg et al. (1999), Demsetz en Villalonga (2001), Welch (2003), Hamadi (2010) en Nashier en Gupta (2016) Tobin's Q als de ratio van de marktwaarde van *equity* plus de boekwaarde van de schulden gedeeld door de totale activa. In deze masterproef wordt dus, net zoals in de vorige onderzoeken, ook voor deze ratio van Tobin's Q gekozen.

5.1.1.2 Onafhankelijke variabele

Aangezien er bij de analyse van de panel data voor de tweede hypothese enkel rekening wordt gehouden met de bedrijven die reeds als familiebedrijf werden geïdentificeerd, is er maar één onafhankelijke variabele, namelijk de aanwezigheid van de institutionele investeerders. Deze variabele wordt dan ook het institutionele eigendom genoemd. Consistent met vroegere onderzoeken (Colot & Bauweraerts, 2016), wordt deze variabele gemeten als de aandelen gehouden door institutionele investeerders gedeeld door het totale aantal uitstaande aandelen.

5.1.1.3 Controle variabelen

Voor het analyseren van de panel data voor de tweede hypothese worden er ook controle variabelen opgenomen die reeds relevant werden bevonden voor de prestaties van een bedrijf. Naar analogie met het onderzoek van Nashier en Gupta (2016) worden de volgende controle variabelen opgenomen: bedrijfsgrootte, schuldgraad, groei, liquiditeit en leeftijd. Deze controle variabelen zijn geen variabelen van belang, maar zijn regressors die worden opgenomen om constante factoren te houden die, als ze genegeerd worden, het geschatte causale effect beïnvloed kunnen laten worden door *omitted variable bias* (Stock & Watson, 2011).

Ook kunnen deze controle variabelen rekening houden met eventuele schaalvoordelen, marktkracht voordelen en risico karakteristieken van een bedrijf. Deze controle variabelen zijn reeds in vele andere onderzoeken gebruikt en zijn gerelateerd tot de bedrijfsprestaties (Demsetz & Villalonga, 2001; Nashier & Gupta, 2016).

Voor het bepalen van de proxy van bedrijfsgrootte is er overeenstemming binnen de wetenschappelijke literatuur. Zo wordt in deze masterproef, net zoals in de onderzoeken van Nashier

en Gupta (2016) en Colot en Bauweraerts (2016), het natuurlijk logaritme van de totale activa genomen als proxy voor de bedrijfsgrootte.

Om de schuldgraad te meten, wordt er net zoals in de onderzoeken van Nashier en Gupta (2016) en Colot en Bauweraerts (2016) gebruik gemaakt van de ratio van de boekwaarde van de totale schulden gedeeld door de boekwaarde van de totale activa.

Voor het meten van de groei is er echter geen overeenstemming binnen de geziene wetenschappelijke literatuur. Nashier en Gupta (2016) gebruiken in hun onderzoek de jaarlijkse groei van de EBIT als proxy van de groei van een onderneming. Colot en Bauweraerts (2016) gebruiken daarentegen de jaarlijkse groei van de verkopen als proxy voor de groei van een onderneming. In deze masterproef wordt er echter, net zoals Titman en Wessels (1988) gebruikt gemaakt van de groei van de activa als proxy voor de groei. Dit omdat enkele van de beursgenoteerde bedrijven holdings zijn en dus vooral financiële inkomsten en geen verkopen hebben.

Voor het meten van de liquiditeit wordt net zoals in het onderzoek van Nashier en Gupta (2016) gebruik gemaakt van de *current ratio*. De *current ratio* is gelijk aan de vlottende activa gedeeld door het vreemd vermogen op korte termijn (Van Der Elst & Vanbergen, 2013).

De leeftijd van een onderneming wordt, net zoals in het onderzoek van Nashier en Gupta (2016), gemeten aan de hand van het aantal jaren dat de onderneming bestaat op het moment van het onderzoek.

Tabel 1: Overzicht van het regressiemodel voor de analyse van de panel data

Soort variabele	Variabele	Proxy
Afhankelijke variabelen	ROA	Netto-inkomen / totale activa
	Tobin's Q	(Marktwaaarde van equity + boekwaarde schulden) / totale activa
Onafhankelijke variabele	Institutioneel eigendom	Aandelen gehouden door institutionele investeerders / totaal aantal aandelen
Controle variabelen	Bedrijfsgrootte	Log(totale activa)
	Schuldgraad	Totale schulden / totale activa
	Groei	Groei van de totale activa
	Liquiditeit	Vlottende activa / vreemd vermogen op korte termijn
	Leeftijd	Aantal jaren sinds oprichting

5.1.2 Multivariate regressieanalyse voor de corporate governance toepassing

Voor het onderzoeken van hypothese 3: "De aanwezigheid van de institutionele investeerders heeft een positief effect op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven." wordt er gebruik gemaakt van een multivariate regressieanalyse.

Voor deze hypothese wordt er een regressie uitgevoerd om de invloed van de aanwezigheid van institutionele investeerders op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving door de beursgenoteerde familiebedrijven te meten.

5.1.2.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele voor de multivariate regressieanalyse is de *governance score*. Er zijn echter al verschillende van deze maatstaven ontwikkeld voor verschillende landen in de wetenschappelijke literatuur. Zo ontwikkelden Brown en Caylor (2004) een *governance score* aan de hand van 51 elementen voor ondernemingen in de Verenigde Staten. Drobotz, Schillhofer en Zimmermann (2003) ontwikkelden een rating aan de hand van de aandeelhoudersrechten, de transparantie, de raad van bestuur, de audit toewijding en de *corporate governance* toepassing bij Duitse bedrijven.

In deze masterproef zal er echter gebruik gemaakt worden van een maatstaf voor de *governance score* die reeds gebruikt is in de context van Belgische familiebedrijven. Zo ontwikkelden Bauweraerts en Colot (2016) recent een score voor Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven. Familiebedrijven bezitten namelijk specifieke karakteristieken die hun onderscheiden van niet-familiebedrijven bij het identificeren van *corporate governance* kwesties. Zo zullen zij, zoals eerder al besproken, meer geneigd zijn om beslissingen te nemen die een mogelijk verlies in hun *socioemotional wealth* kunnen beperken (Bauweraerts & Colot, 2016).

De *governance score* zoals ontwikkeld door Bauweraerts en Colot (2016) wordt in deze masterproef dan ook gebruikt om de toepassing van de *corporate governance* te meten. Familiebedrijven zijn namelijk meer geneigd om een *corporate governance* structuur aan te nemen die hen in staat stelt om de familiale belangen te beschermen door familieleden te benoemen in de raad van bestuur, CEO-dualiteit en een langere periode van aanstelling van de CEO (Bauweraerts & Colot, 2016).

Bauweraerts en Colot (2016) ontwikkelden hun *governance score* op de volgende aspecten:

- CEO-dualiteit: De CEO is ook de voorzitter van de raad van bestuur (ja = 1, nee = 0)
- Periode van aanstelling van de CEO (meer dan 10 jaar = 1, minder dan 10 jaar = 0)
- Samenstelling van de raad van bestuur (minder dan 30% van de leden van de raad van bestuur zijn onafhankelijk = 1, meer dan 30% = 0)
- CEO-eigenaar (ja = 1, nee = 0)
- Familie betrokkenheid in het eigendom, het management en de raad van bestuur (meer dan 25% voor elke component = 1, minder dan 25% = 0)

Hoe lager deze score is, hoe beter de toepassing van de *corporate governance* is in de familiebedrijven.

5.1.2.2 Onafhankelijke variabelen

Net zoals bij de analyse van de panel data, is er voor het analyseren van de multivariate regressieanalyse voor de derde hypothese ook maar sprake van één onafhankelijke variabele. Deze variabele is de mate van aanwezigheid van de institutionele investeerders en wordt het institutionele eigendom genoemd. Dit institutioneel eigendom wordt gedefinieerd door het aantal aandelen gehouden door institutionele investeerders gedeeld door het totale aantal uitstaande aandelen.

5.1.2.3 Controle variabelen

Ook voor het analyseren van de derde hypothese worden er controle variabelen opgenomen die reeds relevant zijn gevonden voor de toepassing van *corporate governance* bij bedrijven. Naar analogie met het onderzoek van Black, Jang en Kim (2006) worden in deze masterproef de grootte en de leeftijd van een bedrijf als controle variabelen opgenomen. Een groter bedrijf kan namelijk meer nood hebben aan *corporate governance* systemen en ook de leeftijd en ervaring van een bedrijf kunnen een invloed hebben op de *corporate governance* (Black et al., 2006).

Als proxy voor de bedrijfsgrootte wordt er, net zoals bij de analyse van de panel data, gekozen voor het natuurlijk logaritme van de totale activa.

Ook de leeftijd van het bedrijf wordt logischerwijze gemeten aan de hand van het aantal jaren dat de onderneming bestaat op het moment van het onderzoek.

Tabel 2: Overzicht van het regressiemodel voor de analyse van de multivariate regressie

Soort variabele	Variabele	Proxy
Afhankelijke variabele	<i>Governance</i> score	Som van: - CEO-dualiteit (ja = 1; nee = 0) - Periode van aanstelling CEO (>10 jaar = 1; <10 jaar = 0) - Onafhankelijke leden Raad van Bestuur (<30% = 1; >30% = 0) - CEO-eigenaar (ja = 1; nee = 0) - Familie betrokkenheid in het eigendom, management en raad van bestuur (>25% voor elke component = 1; <25% = 0)
Onafhankelijke variabele	Institutioneel eigendom	Aandelen gehouden door institutionele investeerders / totaal aantal aandelen
Controle variabelen	Bedrijfsgrootte	Log(totale activa)
	Leeftijd	Aantal jaren sinds oprichting

5.2 Dataverzameling

Voor het verzamelen van de data wordt er gebruik gemaakt van de Bel-first database, bijgehouden door Bureau Van Dijk, en de website van de Nationale Bank van België. Voor het verzamelen van de aandeelhoudersstructuur en de *governance* score wordt er aanvullend ook gebruik gemaakt van de websites van de bedrijven. Aangezien de meerderheid van de bedrijven hun jaarrekening van 2016 nog niet hebben neergelegd, is 2015 het meest recente, beschikbare jaar van alle bedrijven uit de data.

Voor het beantwoorden van de hypothesen, is het belangrijk dat er een onderscheid gemaakt wordt tussen de familiebedrijven en de niet-familiebedrijven. De familiebedrijven worden geïdentificeerd aan de hand van de GEEF definitie die eerder besproken werd, namelijk beursgenoteerde bedrijven voldoen aan de definitie van een familiebedrijf als de persoon die het bedrijf heeft opgericht of verkregen of zijn familie of zijn nakomelingen 25% van de beslissingsrechten van het bedrijf bezitten (European Family Businesses, 2013). Deze definitie wordt gebruikt omdat deze een duidelijk onderscheid maakt tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde bedrijven en onze bevindingen dan op Europees niveau vergeleken kunnen worden.

Vervolgens is het voor het testen van de hypothesen ook belangrijk om de mate van aanwezigheid van de institutionele investeerders te meten. Onder de term 'institutionele investeerders' verstaan we de banken, financiële investeerders, verzekeraars, *private equity* firma's, hedgefondsen, durfkapitaal, beleggingsfondsen, pensioenfondsen/nominees en trustfondsen.

De hypothesen in deze masterproef worden echter getest aan de hand van verschillende focussen binnen dezelfde dataset. De eerste hypothese wordt onderzocht aan de hand van het globale onderzoekdomein. Voor de tweede hypothese wordt er aan de hand van panel data enkel gekeken naar de familiebedrijven binnen de dataset gedurende de periode van 2008 tot en met 2015. Voor de derde hypothese zal er enkel de data gebruikt worden van de familiebedrijven in het jaar 2015. Dit doen we omdat de te berekenen *governance* score een maatstaf is die uitgaat van factoren die eerder stabiel zullen blijven doorheen de tijd.

Voor de samenstelling van de data voor het onderzoekdomein starten we met panel data van de periode 2008 tot en met 2015. Het jaar 2008 wordt als beginjaar gekozen omdat op 2 mei 2007 de transparantiewetgeving met betrekking tot deelnemingen in beursgenoteerde bedrijven is gekomen. Omdat er gewerkt wordt binnen de context van de beursgenoteerde bedrijven in België, is het logisch dat enkel de huidige, actieve beursgenoteerde bedrijven opgenomen worden in de dataset. Wanneer verder enkel de bedrijven geselecteerd worden die gevestigd zijn in België, zijn er 156 beursgenoteerde bedrijven actief in België volgens hun laatst neergelegde jaarrekening.

Vervolgens zijn er 26 bedrijven uit de data verwijderd die niet gedurende de periode van 2008 tot en met 2015 genoteerd stonden op de Belgische beurs en één bedrijf dat momenteel het faillissement heeft aangevraagd. Van drie beursgenoteerde bedrijven was er geen informatie met betrekking tot de aandeelhouders beschikbaar. Deze bedrijven zijn ook geschrapt uit de dataset waardoor er nog

126 beursgenoteerde bedrijven overbleven die gebruikt zullen worden om hypothese 1 te onderzoeken aan de hand van een descriptieve analyse.

Voor het onderzoeken van hypothese 2 wordt er enkel gefocust op de familiebedrijven binnen de data. Aan de hand van de GEEF definitie werden er 74 bedrijven geïdentificeerd die gedurende de hele periode in familiale handen zijn gebleven. Ten slotte worden, net zoals in het onderzoek van Colot en Bauweraerts (2016), de vastgoedbedrijven uit de dataset geweerd. De data voor het onderzoeken van de tweede hypothese telt zo 69 beursgenoteerde familiebedrijven met gegevens van 2008 tot en met 2015.

Voor het analyseren van hypothese 3 wordt er teruggegrepen naar het onderzoekdomein, namelijk de huidige, actieve beursgenoteerde bedrijven die gevestigd zijn in België. Nu wordt er echter enkel gefocust op het jaar 2015 binnen de dataset. Volgens hun laatst neergelegde jaarrekening zijn er 156 beursgenoteerde bedrijven actief in België. Allereerst worden er twee bedrijven verwijderd uit de dataset die pas zijn opgericht in 2016 of pas naar de beurs zijn gegaan in 2016. Vervolgens worden er nog vier bedrijven verwijderd waarvan de aandelhoudersstructuur niet beschikbaar is. Zo houden we nog 150 beursgenoteerde bedrijven over. Aan de hand van de GEEF definitie worden er 93 beursgenoteerde familiebedrijven geïdentificeerd in 2015. Als tenslotte, net zoals in het onderzoek van Colot en Bauweraerts (2016), de vastgoedbedrijven uit de dataset verwijderd worden, blijven er nog 86 beursgenoteerde familiebedrijven over voor het analyseren van de derde hypothese.

5.3 Methodologie

Voor de regressies kunnen worden uitgevoerd, moeten eerst de assumpties worden nagegaan die van toepassing zijn op de regressiemodellen die worden gebruikt. Om de eerste hypothese te testen, wordt er enkel gebruik gemaakt van een descriptieve analyse. De methodologie van deze analyse wordt dan ook niet besproken, aangezien hier geen assumpties bijhoren.

Om de tweede en derde hypothese te testen, wordt er wel gebruik gemaakt van regressies. De tweede hypothese wordt getest aan de hand van panel data. De assumpties van dit model worden in het deel panel data behandeld (cf sectie 5.3.1). Voor de derde hypothese wordt er echter maar één jaar in de data bestudeerd. De methodologie van dit model zullen we dan ook behandelen in het deel multivariate regressieanalyse (cf sectie 5.3.2).

5.3.1 Panel data

Zoals hierboven vermeld, wordt er voor het testen van de tweede hypothese gebruik gemaakt van panel data. Panel data, of longitudinale data, verwijst naar data die voor n verschillende entiteiten geobserveerd wordt op T verschillende tijdseenheden (Stock & Watson, 2011). De data in dit model is data die voor 69 verschillende bedrijven geobserveerd werd op 8 verschillende jaren en verwijst dan ook naar panel data. De variabelen in het model zijn verder ook geobserveerd voor alle entiteiten en op elke tijdsperiode. Er is dus sprake van een *balanced* panel.

Binnen deze panel data worden twee regressies uitgevoerd met een verschillende afhankelijke variabele, maar met dezelfde onafhankelijke en controle variabelen. De eerste regressie wordt uitgevoerd met de ROA als afhankelijke variabele, terwijl de tweede regressie wordt uitgevoerd met Tobin's Q als afhankelijke variabele.

Allereerst is er voor beide regressies de Hausman test uitgevoerd om te kijken of er gebruik moet worden gemaakt van een *fixed effects* regressie of een *random effects* regressie. Bij een *random effects* model wordt ervan uitgegaan dat individuele specifieke effecten niet gecorreleerd zijn met de onafhankelijke variabelen. Bij een *fixed effects* model zijn de individuele specifieke effecten wel gecorreleerd met de onafhankelijke variabelen (Schmidheiny, 2016). De Hausman test gaf voor beide regressies aan dat er sprake was van *fixed effects*.

Stock en Watson (2011) specificeren dat een *fixed effects* regressie moet voldoen aan vijf assumpties. Deze worden hieronder besproken voor beide regressies.

De eerste assumptie is dat de error term een voorwaardelijk gemiddelde van nul heeft (Stock & Watson, 2011). Deze assumptie is getest door te kijken naar de normale verdeling van de residuwaarde. Deze bleek voor beide regressies relatief normaal verdeeld te zijn.

De tweede assumptie van een *fixed effects* regressie is dat de variabelen voor een entiteit identiek, maar onafhankelijk, gedistribueerd zijn tot de variabelen van een andere entiteit (Stock & Watson, 2011). Deze assumptie is getest aan de hand van Pesaran's test of *cross sectional independence*. Deze test gaf voor beide regressies aan dat de tweede assumptie in orde was.

De derde assumptie bepaalt dat er bij de *fixed effects* regressie geen uitschieters mogen zijn (Stock & Watson, 2011). Deze assumptie is zowel op univariaat als op multivariaat niveau getest. Op univariaat niveau was er sprake van enkele uitschieters bij verschillende variabelen, maar op multivariaat niveau was er volgens de Mahalanobis test geen uitschieter. Dit betekent dat er geen enkele combinatie van variabelen voor de observaties gekenmerkt wordt als uitschieter.

De vierde assumptie van een *fixed effects* regressie is dat er geen perfecte multicollineariteit mag zijn. De correlatiematrixen van beide regressies (tabel 3 en 4) gaven al een eerste indicatie dat er geen sprake is van multicollineariteit. Zo zijn de variabelen onderling niet overdreven hoog gecorreleerd. Verder waren ook de *variance inflation factor* (VIF) waarden van de variabelen lager dan de maximumwaarde 10. Er is dus geen probleem met multicollineariteit.

De vijfde en laatste assumptie bepaalt dat er geen sprake mag zijn van autocorrelatie en heteroskedasticiteit (Stock & Watson, 2011). De Wooldridge test voor autocorrelatie in panel data gaf aan dat de regressie met Tobin's Q als afhankelijke variabele te kampen heeft met autocorrelatie. De likelihood-ratio test gaf echter aan dat er voor de beide regressies duidelijk sprake was van heteroskedasticiteit. Om rekening te houden met de heteroskedasticiteit en de autocorrelatie, is er in beide regressies gebruik gemaakt van *heteroskedacity- and autocorrelation-consistent* (HAC) *standard errors*.

Tabel 3: Correlaties dataset 1 tussen onafhankelijke variabelen en ROA

	ROA	Institutioneel eigendom	Grootte	Schuldgraad	Groei	Leeftijd	Liquiditeit
ROA	1						
IE	0.0226	1					
Grootte	0.1537***	0.3105***	1				
Schuldgraad	-0.4658***	-0.0129	-0.1835***	1			
Groei	0.1476***	0.0110	0.0866**	-0.0225	1		
					-		
Leeftijd	0.0495	0.1032**	0.4677***	-0.0864**	0.0141	1	
					-		
Liquiditeit	0.0284	-0.0459	-0.2424***	-0.2293***	0.0116	-0.1217***	1

*** Significant op het 1%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

* Significant op het 10%-niveau

Tabel 4: Correlaties dataset 1 tussen onafhankelijke variabelen en Tobin's Q

	Tobin's Q	Institutioneel eigendom	Grootte	Schuldgraad	Groei	Leeftijd	Liquiditeit
Tobin's Q	1						
IE	-0.0046	1					
Grootte	-0.1572***	0.3105***	1				
Schuldgraad	0.5104***	-0.0129	-0.1835***	1			
Groei	-0.0264	0.0110	0.0866**	-0.0225	1		
Leeftijd	-0.1447***	0.1032**	0.4677***	-0.0864**	-0.0141	1	
Liquiditeit	-0.1288***	-0.0459	-0.2424***	-0.2293***	-0.0116	-0.1217***	1

*** Significant op het 1%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

* Significant op het 10%-niveau

5.3.2 Multivariate regressieanalyse

Om de derde hypothese te testen wordt er gebruik gemaakt van multivariate regressieanalyse aangezien de data verschillende variabelen bevat die slechts op één moment gemeten zijn, namelijk 2015. Meer bepaald zal er gebruik moeten worden gemaakt van meervoudige regressieanalyse aangezien er sprake is van een relatie tussen een afhankelijke variabele en meerdere onafhankelijke, of voorspellende, variabelen.

Allereerst is er gekeken of er sprake is van missing data in de dataset, maar dit was niet het geval. Vervolgens zijn we in de data op zoek gegaan naar uitschieters op univariaat en multivariaat niveau.

Zowel op univariaat niveau als via de Mahalanobis test voor multivariate uitschieters bleek dat er geen uitschieters waren en ook geen enkele combinatie van de variabele voor een observatie gekenmerkt werden als uitschieter. Er is dan ook geen observatie verwijderd uit de data.

Bij het uitvoeren van een meervoudige regressieanalyse zijn er vier belangrijke assumpties. Deze zijn de normaliteit van de data, de lineariteit van de parameters, homoskedasticiteit en de onafhankelijkheid van de errorterm (Hair, Black, Babin & Anderson, 2014).

De eerste assumptie van normaliteit van de data is zowel via het histogram van de gestandaardiseerde residuwaarden als via een normaal P-P plot nagegaan. Uit het histogram kan er worden afgeleid dat de data vrij normaal verdeeld zijn en ook via de P-P plot blijkt dat er geen felle afwijking is van de 45-graden lijn. De data is dus vrij normaal verdeeld.

De tweede assumptie van de lineariteit van de parameters is nagegaan via de *partial regression plots*. Hieruit bleek dat alle variabelen een lineair verband of zwak lineair verband vertoonden.

De derde en vierde assumptie van homoskedasticiteit en onafhankelijkheid van de errorterm is gecontroleerd via het diagram van de gestandaardiseerde residuwaarden geplot ten opzichte van de gestandaardiseerde voorspelde waarden. Hieruit bleek dat er geen patroon zit in de residuwaarden waardoor de derde en vierde assumptie van meervoudige regressieanalyse ook in orde zijn.

Ten slotte hebben we ook nog de mate van multicollineariteit nagegaan aangezien dit een impact kan hebben op de voorspelkracht van het regressiemodel. De correlatiematrix van het regressiemodel (tabel 5) geeft een eerste indicatie van mogelijke multicollineariteit. Zo zijn de variabelen bijna allemaal gecorreleerd met elkaar, maar zijn de waarden niet overdreven hoog. Dit is al een eerste goed teken. Verder zijn ook de VIF-waarden voor multicollineariteit niet te hoog, waardoor er kan besloten worden dat er geen multicollineariteit aanwezig is.

Tabel 5: Correlaties dataset 2 tussen onafhankelijke variabelen en Governance score

	Governance score	Institutioneel eigendom	Grootte	Leeftijd
Governance score	1			
Institutioneel eigendom	-0.391***	1		
Grootte	-0.404***	0.327***	1	
Leeftijd	-0.399***	0.145	0.439***	1

***Significant op het 1%-niveau

**Significant op het 5%-niveau

*Significant op het 10%-niveau

Hoofdstuk VI: Resultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het onderzoek besproken. In sectie 6.1 wordt de descriptieve analyse met betrekking tot de aanwezigheid van de institutionele investeerders in Belgische beursgenoteerde bedrijven besproken. De resultaten van de analyse van de panel data voor hypothese 2 worden besproken in sectie 6.2. Ten slotte worden de resultaten van de multivariate regressieanalyse voor de invloed van de institutionele investeerders op de toepassing van de *corporate governance* door Belgische beursgenoteerde familiebedrijven besproken in sectie 6.3.

6.1 Aanwezigheid van de institutionele investeerders

Van de 126 beursgenoteerde bedrijven die voor de eerste hypothese worden bestudeerd, zijn er 41,27% gevestigd in Vlaanderen, 17,46% gevestigd in Wallonië en 41,27% gevestigd in Brussel. De gemiddelde leeftijd van alle beursgenoteerde bedrijven is 46 jaar.

Zoals eerder in de dataverzameling is vermeld, zijn er 74 bedrijven die gedurende de periode 2008 tot en met 2015 in familiale handen waren. Bij deze beursgenoteerde familiebedrijven zien we dezelfde verhoudingen qua vestiging als bij de 126 beursgenoteerde bedrijven. Zo zijn 37,84% gevestigd in Vlaanderen, 18,92% gevestigd in Wallonië en 43,24% gevestigd in Brussel. De familiebedrijven zijn gemiddeld wel ouder dan de niet-familiebedrijven, zo zijn de beursgenoteerde familiebedrijven gemiddeld 53 jaar oud, terwijl de beursgenoteerde niet-familiebedrijven gemiddeld 35 jaar oud zijn.

In de data bevinden zich echter ook bedrijven die niet gedurende de hele periode in familiale handen waren, maar slechts een aantal jaren binnen de data. Deze bedrijven worden niet gebruikt voor het onderzoeken van de tweede hypothese, maar worden hier wel meegenomen om te kijken naar de gemiddelde aanwezigheid van de institutionele investeerders. Als we kijken naar alle bedrijven die genoteerd waren op de Belgische beurs in de periode van 2008 tot en met 2015 zien we in tabel 6 dat gemiddeld 62% van de bedrijven, gekenmerkt wordt als een familiebedrijf. Familiebedrijven zijn dan ook, zoals in de probleemstelling reeds werd aangehaald, heel sterk aanwezig in de Belgische economie.

Tabel 6: Procentueel aantal familiebedrijven

Jaren	% van de bedrijven in familiale handen
2015	63%
2014	63%
2013	62%
2012	61%
2011	61%
2010	62%
2009	61%
2008	61%
Gemiddelde	62%

Ten slotte gaan we over tot het onderzoeken van de eerste hypothese. Bij het analyseren van de data blijkt dat de institutionele investeerders duidelijk aanwezig zijn in het kapitaal van de beursgenoteerde bedrijven in België. Zo is de gemiddelde aanwezigheid van de institutionele investeerders bij de Belgische beursgenoteerde bedrijven 25%. Dit betekent dat gemiddeld één vierde van de aandelen van een beursgenoteerd bedrijf in handen zijn van institutionele investeerders.

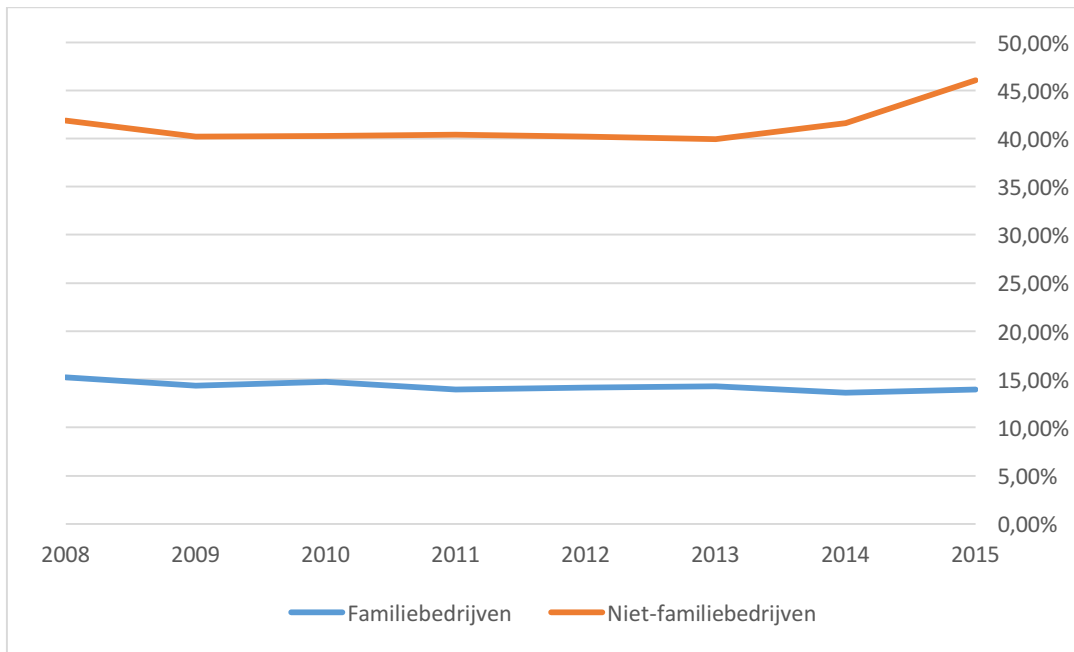
Zoals verwacht in de eerste hypothese zien we in tabel 7 dat de aanwezigheid van institutionele investeerders doorheen de tijd veel hoger ligt bij niet-familiebedrijven dan bij familiebedrijven op de Belgische beurs. De gemiddelde aanwezigheid van institutionele investeerders bij de familiebedrijven is 14,28% terwijl de aanwezigheid bij de niet-familiebedrijven bijna driemaal zo hoog ligt, namelijk 41,31%.

Tabel 7: Procentuele aanwezigheid van institutionele investeerders

Jaren	Aanwezigheid institutionele investeerders	
	Familiebedrijven	Niet-familiebedrijven
2015	13,93%	46,02%
2014	13,62%	41,61%
2013	14,28%	39,95%
2012	14,16%	40,17%
2011	13,93%	40,37%
2010	14,73%	40,25%
2009	14,37%	40,23%
2008	15,18%	41,84%
Gemiddelde	14,28%	41,31%

Op de onderstaande figuur is verder te zien dat de aanwezigheid van de institutionele investeerders bij zowel de familiebedrijven als de niet-familiebedrijven constant blijft gedurende de periode 2008 tot en met 2015. Wel is er bij de aanwezigheid van de institutionele investeerders bij de niet-familiebedrijven een stijgende trend vanaf 2013 te zien die niet bij de familiebedrijven aanwezig is.

Figuur 3: Aanwezigheid institutionele investeerders



De eerste hypothese wordt dus duidelijk bevestigd voor de data van de beursgenoteerde bedrijven in België gedurende de periode 2008 tot en met 2015. De Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven vertonen doorheen de tijd een lager niveau van institutioneel eigendom dan Belgische, beursgenoteerde niet-familiebedrijven.

6.2 De invloed van institutionele investeerders op de prestaties van familiebedrijven

Voor de resultaten van de regressies worden besproken, gaan we eerst de gemiddelde waarde van de gebruikte variabelen bespreken. Tabel 8 toont de gemiddelde waarden alsook de minimum en maximumwaarden van de verschillende variabelen. Wat meteen opvalt, is dat er beursgenoteerde familiebedrijven zijn die geen institutionele investeerders in hun kapitaal aanwezig hebben. Als we verder kijken naar de minimum-en maximumwaarden van de variabelen ROA en Tobin's Q zijn er bedrijven die zeer slecht presteren en bedrijven die zeer goed presteren, maar over het algemeen geeft de Tobin's Q een positiever beeld van de prestaties dan de ROA.

Tabel 8: Waarden variabelen voor het onderzoeken van hypothese 2

Variabele	Gemiddelde	SD	Min	Max
ROA	0,0157	0,2937	-4,2037	3,3865
Tobin's Q	1,4991	1,0979	0,3367	12,0427
Institutioneel eigendom	13,2311	13,9612	0	59,10
Grootte	5,0310	1,0290	2,1935	7,8990
Schuldgraad	0,4819	0,6081	0,0071	10,9666
Groei	0,0669	0,4033	-0,9316	5,9723
Leeftijd	51,2736	39,8135	3	153
Liquiditeit	122,9837	84,9075	1	308

Vervolgens wordt er over gegaan tot het bespreken van de resultaten van de uitgevoerde regressies, eerst met de ROA als afhankelijke variabele (eerste regressie) daarna met Tobin's Q als afhankelijke variabele (tweede regressie).

In tabel 9 zijn de schattingen van de coëfficiënten voor de eerste regressie te zien. Deze regressie heeft een R^2 waarde van 24%. Deze waarde vertegenwoordigt de totale effecten van de onafhankelijke-en controle variabelen in het voorspellen van de afhankelijke variabele (Hair et al., 2014).

Tabel 9: Regressie ROA

ROA	Coëfficiënt
Institutioneel eigendom	0,0004
	(-0,0014)
Grootte	-0,1716
	(0,263)
Schuldgraad	-0,3221661***
	(0,0396)
Groei	0,1211533*
	(0,0649)
Leeftijd	0,0096
	(0,0077)
Liquiditeit	-0,0003
	(0,0003)
Constante	0,5678
	(1,0557)
R2 =	0,2399

Standaard error tussen haakjes.
 *** significant op het 1%-niveau
 ** significant op het 5%-niveau
 * significant op het 10%-niveau

Allereerst kan er uit tabel 9 geconcludeerd worden dat de invloed van de aanwezigheid van institutionele investeerders op de ROA van de beursgenoteerde familiebedrijven verwaarloosbaar, maar zeer licht positief is. De coëfficiënt van de aanwezigheid van de institutionele investeerders is echter ook niet significant op het 10% significantieniveau. De enige twee factoren die volgens de eerste regressie een invloed hebben op de prestaties van de beursgenoteerde familiebedrijven, zijn de schuldgraad en de groei van het bedrijf. De andere controle variabelen, die volgens de theorie relevant waren voor de prestaties van een bedrijf, blijken ook geen invloed te hebben op de ROA van beursgenoteerde familiebedrijven. De tweede hypothese kan dan ook niet aanvaard worden aan de hand van de eerste regressie.

In de tweede regressie wordt de Tobin's Q gebruikt als afhankelijke variabele. Deze regressie heeft een R^2 waarde van 39% en heeft dus een betere voorspelkracht dan de eerste regressie. In tabel 10 zijn de schattingen van de coëfficiënten van de tweede regressie te zien.

Tabel 10: Regressie Tobin's Q

Tobin's Q	Coëfficiënt
Institutioneel eigendom	-0,0067
	(0,0055)
Grootte	-1,380136**
	(0,543)
Schuldgraad	0,8942454***
	(0,0706)
Groei	-0,1199
	(0,1469)
Leeftijd	0,0197
	(0,0207)
Liquiditeit	0,0001
	(0,0008)
Constante	7,090997**
	(3,5329)
R2 =	0,3879

Standaard error tussen haakjes.

*** significant op het 1%-niveau

** significant op het 5%-niveau

* significant op het 10%-niveau

Uit tabel 10 kunnen we concluderen dat ook in de tweede regressie de invloed van de aanwezigheid van institutionele investeerders op de prestaties van beursgenoteerde familiebedrijven zeer klein en niet significant is. Verder hebben, net zoals in de eerste regressie, slechts twee controle variabelen een significante invloed op de prestaties van beursgenoteerde familiebedrijven. Deze controle variabelen zijn de grootte en de schuldgraad.

De tweede hypothese: “De aanwezigheid van institutionele investeerders oefent een positieve invloed uit op de prestaties van Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven.” kan dus niet aanvaard worden aan de hand van de twee uitgevoerde regressies. De aanwezigheid van de institutionele investeerders oefent met andere woorden geen invloed uit op de prestaties van Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven.

6.3 De invloed van institutionele investeerders op de toepassing van corporate governance bij familiebedrijven

Tot slot gaan we de resultaten van de regressie voor de derde hypothese bespreken. Via deze regressie willen we nagaan of de aanwezigheid van de institutionele investeerders een invloed heeft op de toepassing van *corporate governance* bij beursgenoteerde familiebedrijven in België. De toepassing van *corporate governance* wordt gemeten aan de hand van een *governance* score die kan variëren tussen nul en vijf. Hoe hoger de bedrijven scoren op deze maatstaf, hoe minder goed de toepassing van *corporate governance*. We willen dus met andere woorden onderzoeken of de mate van institutioneel eigendom een negatief effect heeft op de *governance* score.

Tabel 11 toont de gemiddelde waarden, alsook de minimum-en maximumwaarden van de variabelen in het model. Hieruit kunnen we voor de *governance* score concluderen dat er zowel familiebedrijven zijn die de beste score, namelijk nul hebben, als familiebedrijven die de slechtste score, namelijk vijf hebben. De gemiddelde *governance* score van de beursgenoteerde familiebedrijven is drie, wat dus op een minder goede toepassing van *corporate governance* duidt.

Tabel 11: Waarden variabelen voor het onderzoeken van hypothese 3

Variabele	Gemiddelde	SD	Min	Max
Governance Score	3	1	0	5
Institutioneel eigendom	0,1276	0,1354	0	0,591
Grootte	4,91	1	-1,41	7,90
Leeftijd	48	4	4	153

De regressie van de *governance* score heeft een R^2 waarde van 30%. De onafhankelijke en controle variabelen van het model voorspellen dus 30% van de afhankelijke variabele. De R^2 waarde en de coëfficiënten van de variabelen van het model staan samengevat in tabel 12.

Tabel 12: Regressie Governance score

Governance Score	Coëfficiënt
Institutioneel eigendom	-0,03***
	(0,01)
Grootte	-0,211*
	(0,12)
Leeftijd	-0,01**
	(0,004)
Constante	4,628***
	(0,531)
R ²	0,298

Standaard error tussen haakjes.

*** significant op het 1%-niveau

** significant op het 5%-niveau

* significant op het 10%-niveau

Uit tabel 12 kan er geconcludeerd worden dat de hoogte van het institutioneel eigendom een negatieve invloed heeft op de *governance* score op het 1% significantieniveau. Dit betekent dat hoe hoger het institutioneel eigendom is, hoe lager de *governance* score ligt en dus hoe beter de toepassing van *corporate governance* bij de familiebedrijven is. Verder hebben ook de beide controle variabelen een negatieve invloed op de *governance* score. De derde hypothese: "De aanwezigheid van de institutionele investeerders heeft een positief effect op de toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij Belgische, beursgenoteerde familiebedrijven." wordt dus bevestigd door de data.

Hoofdstuk VII: Robuustheidstesten

Om er zeker van te zijn dat de resultaten van de regressies niet vertekend zijn, hebben we een aantal testen uitgevoerd om te kijken of deze de reeds verkregen resultaten ook bevestigen. In sectie 7.1 wordt de regressie op basis van de panel data voor de tweede hypothese opnieuw getest. De multivariate regressieanalyse voor de derde hypothese wordt getest in sectie 7.2.

7.1 De invloed van institutionele investeerders op de prestaties van familiebedrijven

Voor het testen van de regressies voor de tweede hypothese hebben we de bedrijven die niet gedurende de volledige periode van 2008 tot en met 2015 in familiale handen waren aan de panel data toegevoegd. Zo werden er 21 observaties meer verkregen. Op deze *unbalanced* panel data zijn vervolgens de regressies opnieuw uitgevoerd.

De eerste testregressie van de invloed van institutionele investeerders op de ROA van beursgenoteerde familiebedrijven geeft zo goed als dezelfde R^2 waarde als de gewone regressie, namelijk 24%.

Tabel 13: Test regressie ROA

ROA	Coëfficiënt
Institutioneel eigendom	0,0003 (-0,00143)
Grootte	-0,1644 (0,2615)
Schuldgraad	-0,3208*** (0,0396)
Groei	0,1146* (0,058)
Leeftijd	0,0094 (0,0076)
Liquiditeit	-0,0003 (0,0003)
Constante	0,5439 (1,0548)
$R^2 =$	0,2385

Standaard error tussen haakjes.

*** significant op het 1%-niveau

** significant op het 5%-niveau

* significant op het 10%-niveau

Verder zien we bij het vergelijken van tabel 9 (cf sectie 6.2) met tabel 13 dat de coëfficiënten van de testregressie ongeveer dezelfde waarden hebben als bij de gewone regressie. De schuldgraad en de groei blijven als enige variabelen een significant effect hebben op de ROA van beursgenoteerde familiebedrijven op hetzelfde significantieniveau.

Ook de tweede testregressie die de invloed van institutionele investeerders op de Tobin's Q van beursgenoteerde familiebedrijven meet, vertoont een R^2 waarde van 39%. Deze waarde is dezelfde als bij de gewone regressie.

Tabel 14: Test regressie Tobin's Q

Tobin's Q	Coëfficiënt
Institutioneel eigendom	-0,0057
	(0,004)
Grootte	-1,397**
	(0,5441)
Schuldgraad	0,8916***
	(0,0712)
Groei	-0,0934
	(0,1305)
liquiditeit	0,0001
	(0,0007)
Leeftijd	0,0197
	(0,0207)
Constante	7,1859**
	(3,5364)
$R^2 =$	0,3857

Standaard error tussen haakjes.

*** significant op het 1%-niveau

** significant op het 5%-niveau

* significant op het 10%-niveau

Als tabel 10 (cf sectie 6.2) wordt vergeleken met tabel 14, zien we dat bij de regressie met Tobin's Q als afhankelijke variabele de coëfficiënten van de variabelen gelijkaardige waarden vertonen. Verder vertonen de variabelen ook allemaal gelijkaardige significantieniveaus. Zo blijven de grootte, de schuldgraad en de constante factor de enige variabelen met een significant effect.

Er kan dus geconcludeerd worden dat het toevoegen van de bedrijven die niet gedurende de hele periode in familiale handen waren dezelfde resultaten geeft als wanneer deze bedrijven uit de analyse worden gelaten. De initieel uitgevoerde regressies geven hierdoor dan ook geen vertekend beeld.

7.2 De invloed van institutionele investeerders op de toepassing van corporate governance bij familiebedrijven

Voor het testen van de regressie in verband met de toepassing van de *corporate governance* bij de beursgenoteerde familiebedrijven zijn er twee nieuwe regressies uitgevoerd.

Allereerst hebben we de controle variabelen die zijn gebruikt voor het testen van de tweede hypothese aan de hand van de panel data (cf sectie 5.1.1.3) toegevoegd aan de regressie van de governance score. Deze regressie geeft een R^2 waarde van 31%. Deze waarde is vergelijkbaar met de waarde van 30% van de initiële regressie (cf sectie 6.3). Er is dus bijna geen verbetering door het toevoegen van de extra variabelen.

Tabel 15: Test regressie governance score door toevoeging controle variabelen

Governance score	Coëfficiënt
Institutioneel eigendom	-0,02885162***
	(0,0104)
Grootte	-0,2442
	(0,1557)
Leeftijd	-0,0089806**
	(0,0039)
Schuldgraad	0,2799
	(0,285)
Groei	-0,1484
	(0,2172)
Liquiditeit	0,0020
	(0,0077)
Constante	4,540559***
	(0,8768)
R2 =	0,3054

Standaard error tussen haakjes.

*** significant op het 1%-niveau

** significant op het 5%-niveau

* significant op het 10%-niveau

Indien we tabel 12 (cf sectie 6.3) vergelijken met tabel 15 zien we dat er geen enkel van de toegevoegde controle variabelen een significant effect heeft op de governance score bij beursgenoteerde familiebedrijven. Enkel het significante effect van de grootte is verdwenen.

Ten slotte hebben we ook de hoogte van het familiaal aandeel als extra variabele toegevoegd aan de originele regressie. Deze regressie gaf een R^2 waarde van 34%. Dit is een kleine stijging ten opzichte van de R^2 waarde van 30% in de initiële regressie.

Tabel 16: Test regressie governance score door toevoeging familiaal aandeel

Governance score	Coëfficiënt
Institutioneel eigendom	-0,017
	(0,0114)
Familiaal aandeel	0,0184**
	(0,0079)
Grootte	-0,222
	(0,1451)
Leeftijd	-0,0091**
	(0,0036)
Constante	3,4416***
	(0,891)
R2 =	0,3407

Standaard error tussen haakjes.

*** significant op het 1%-niveau

** significant op het 5%-niveau

* significant op het 10%-niveau

Als we tabel 12 (cf sectie 6.3) vergelijken met tabel 16 valt op dat het significantieniveau van het institutioneel eigendom verhoogd is van 1% naar 15% en de variabele dus niet langer significant is. Ook het effect van de grootte is niet langer significant. De variabele familiaal aandeel is echter wel significant op het 5%-niveau.

Er kan dus geconcludeerd worden dat het toevoegen van de controle variabelen geen meerwaarde geeft aan de regressie en de oorspronkelijke regressie dus niet heeft vertekend. Het toevoegen van het familiaal aandeel als variabele in de regressie geeft wel een significant effect. Hier wordt best rekening mee gehouden voor verder onderzoek.

Hoofdstuk VIII: Besluit

In dit hoofdstuk wordt de masterproef afgesloten. De conclusies van het onderzoek worden opgesomd in sectie 8.1. Ten slotte worden in sectie 8.2 enkele aanbevelingen voor verder onderzoek gedaan.

8.1 Conclusies

Deze masterproef focust op de samenwerking tussen de institutionele investeerders en de familiebedrijven op de Belgische beurs. Familiebedrijven zijn namelijk op alle vlakken anders dan niet-familiebedrijven. Zo hebben de familiebedrijven, naast het nastreven van winst, nog andere niet-financiële motivaties dan de puur economische motivaties. Er bestaat echter geen eenduidige definitie van een familiebedrijf, maar wel enkele definities die algemeen aanvaard zijn. Institutionele investeerders daarentegen zijn entiteiten met grote bedragen om te investeren. Zij zijn verschillend van individuele investeerders omdat zij meer tijd, aandacht en financiële middelen hebben voor het uitpluizen van financiële informatie.

In de wetenschappelijke literatuur wordt gesteld dat de institutionele investeerders familiebedrijven liever vermijden omdat zij hun ervan bewust zijn dat familiebedrijven een sterke nadruk hebben op het behouden van hun *socioemotional wealth*. Langs de andere kant volgen ook de familiebedrijven de *pecking order* theorie die stelt dat extern kapitaal de minst aantrekkelijke optie is. Dit blijkt ook te kloppen voor de Belgische beursgenoteerde familiebedrijven. De aanwezigheid van de institutionele investeerders bij de Belgische beursgenoteerde familiebedrijven is gemiddeld 14,28% gedurende de periode 2008 tot en met 2015. Bij de niet-familiebedrijven ligt deze aanwezigheid echter op gemiddeld 41,31%, wat beduidend hoger is dan bij de familiebedrijven. De institutionele investeerders investeren dus meer in niet-familiebedrijven dan in familiebedrijven op de Belgische beurs.

De samenwerking tussen institutionele investeerders en familiebedrijven zou volgens de wetenschappelijke literatuur wel kunnen leiden tot een betere prestatie van het familiebedrijf. Zo zou de samenwerking met institutionele investeerders leiden tot nieuwe toegang tot waardevolle financiële en niet-financiële middelen en een betere ondersteuning. Dit blijkt volgens de data echter niet te kloppen voor de Belgische beursgenoteerde familiebedrijven. Zo blijkt de hoogte van het institutioneel eigendom geen effect te hebben op de bedrijfsprestaties van familiebedrijven op de Belgische beurs, waarbij de prestaties zowel gemeten werden als de ROA en de Tobin's Q. Het model waarbij de prestaties gemeten worden aan de hand van de Tobin's Q blijkt wel de beste voorspelkracht te hebben.

Een mogelijke manier om institutionele investeerders te beschermen tegen de *socioemotional wealth* gedreven type 2 *agency* problemen is aan de hand van de *corporate governance* wetgeving. De aanwezigheid van institutionele investeerders kan volgens de wetenschappelijke literatuur op haar beurt dan ook leiden tot een betere toepassing van de *corporate governance* wetgeving bij familiebedrijven. Deze hypothese klopt volgens de data voor de Belgische beursgenoteerde

familiebedrijven. Het institutioneel eigendom oefent een negatief effect uit op de berekende *governance* score: hoe lager deze *governance* score ligt, hoe beter de toepassing van de *corporate governance* regelgeving is.

8.2 Voorstellen voor verder onderzoek

Uit de analyse van deze masterproef komen ook mogelijkheden voort voor het verder onderzoeken van de samenwerking tussen de institutionele investeerders en de familiebedrijven. Zo zijn in deze masterproef enkel de beursgenoteerde ondernemingen onderzocht. Het zou zeker ook interessant zijn om de samenwerking tussen de private familiebedrijven en de institutionele investeerders te onderzoeken.

Verder kan er ook nog een onderscheid gemaakt worden tussen de verschillende soorten institutionele investeerders. Colot en Bauweraerts (2016) vonden in hun onderzoek naar Franse familiebedrijven namelijk dat *pressure-insensitive* institutionele investeerders een positieve invloed uitoefenen op de prestaties van familiebedrijven en *pressure-sensitive* institutionele investeerders niet. In deze masterproef is dit onderscheid echter niet gemaakt.

Ook het resultaat met betrekking tot de invloed van de aanwezigheid van institutionele investeerders op de toepassing van de *corporate governance* regelgeving bij beursgenoteerde familiebedrijven in België biedt nog mogelijkheid tot verder onderzoek. Deze analyse werd voor het eerst gemaakt in de Belgische context en gaf een duidelijk significant effect. Uit de testen die in sectie 7.2 werden uitgevoerd werd duidelijk dat ook het familiaal aandeel een belangrijke determinant van de toepassing van de *corporate governance* wetgeving is. Deze determinant werd echter niet onderzocht in deze masterproef.

Bronnenlijst

Achleitner, A.-K., Schraml, S., & Tappeiner, F. (2008). Private equity minority investments in large family firms: What influences the attitude of family firm owners? [Elektronische versie]. *Center for Entrepreneurial and Financial Studies*.

Allart, M., Monaco, C., & Finet, A. (2016). Focus on the presence of institutional investors in Belgium: the case of little and medium capitalizations [Elektronische versie]. *Revue Des Sciences De Gestion*, (280), 8.

Almazan, A., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2005). Conflicts of interest and monitoring costs of institutional investors: Evidence from executive compensation [Elektronische versie]. *Financial Management*, 34, 5-34.

Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 [Elektronische versie]. *The journal of finance*, 58 (3), 1301-1328.

Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrniotis, K. X. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem, *Family Business Review*, 15(1), 45-58.

Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage [Elektronische versie]. *Journal Of Management*, 17(1), 99.

Bauweraerts, J., & Colot, O. (2016). Performance, Corporate Governance and Socioemotional Wealth in Belgian Family Firms [Elektronische versie]. *International Advances In Economic Research*, 22(2), 243-244.

Belgische Corporate Governance Code. (2009). Opgevraagd op maart 17, 2017, van Corporate Governance Committee:
<http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporategovnlcode2009.pdf>

Bennett, J. A., Sias, R. W., & Starks, L. T. (2003). Greener pastures and the impact of dynamic institutional preferences [Elektronische versie]. *The Review of Financial Studies*, 16 (4), 1203-1238.

Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.

Bhattacharya, P. S., & Graham, M. A. (2009). On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view [Elektronische versie]. *Journal Of Multinational Financial Management*, 19(5), 370-394.

- Bhaumik, S. K., & Gregoriou, A. (2010). 'FAMILY' OWNERSHIP, TUNNELLING AND EARNINGS MANAGEMENT: A REVIEW OF THE LITERATURE [Elektronische versie]. *Journal Of Economic Surveys*, 24(4), 705-730.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea [Elektronische versie]. *Journal Of Law, Economics & Organization*, 22(2), 366-413.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004) Corporate Governance and Firm Performance [Elektronische versie]. *Working Paper Georgia State University*.
- Bughin, C., Finet, A., & Monaco, C. (2015). Institutional Holding in Belgian Small Caps: Influence on Performance [Elektronische versie]. *International Advances In Economic Research*, 21(1), 133-134.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors in myopic R&D investment behavior [Elektronische versie]. *Accounting Review*, 73(3), 305.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility [Elektronische versie]. *Journal Of Accounting Research*, 38(3), 171-202.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence [Elektronische versie]. *Accounting & Finance*, 43(2), 123-147.
- Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). INSTITUTIONAL OWNERSHIP, CAPITAL STRUCTURE, AND FIRM PERFORMANCE [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior [Elektronische versie]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (4), 19-39.
- Cole, R. (2013) What do we know about the capital structure of privately held US firms? Evidence from the surveys of small business finance [Elektronische versie], *Financial Management, Winter*, 777-813.
- Colot, O. (2015). Family firms performance in Belgium [Elektronische versie]. *International Advances In Economic Research*, 21(2), 245-246.
- Colot, O., & Bauweraerts, J. (2016). Are Institutional Investors Beneficial to Family Firm Performance? Evidence from the French Stock Exchange [Elektronische versie]. *International Journal of Financial Research*, 7(2), 39-52.
- Croce, A., & Martí, J. (2016). Productivity Growth in Private-Equity-Backed Family Firms [Elektronische versie]. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 40(3), 657-683.
- Davis, J. (z.d). *Three-Circle Model of the Family Business System*. Opgevraagd op 29 januari, 2017, via <http://johndavis.com/three-circle-model-family-business-system/>

- Dawson, A. (2011). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 26 (2), 189-199.
- De Schutter, P. (2014). Familiebedrijven en private equity. Opgeroepen op april 21, 2016, van <http://www.familiebedrijf.be/blog/familiebedrijven-en-private-equity-het-momentum-benutten>
- Demiralp, I., D'Mello, R., Schlingemann, F. P., & Subramaniam, V. (2011). Are there monitoring benefits to institutional ownership? Evidence from seasoned equity offerings [Elektronische versie]. *Journal Of Corporate Finance*, 17(5), 1340-1359.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany [Elektronische versie]. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.
- Donckels, R., & Frohlich, E. (1991). Are family businesses really different? European experiences from STRATOS [Elektronische versie]. *Family Business Review*. 4{2}. 149-160.
- Duggal, R., & Millar, J. A. (1999). Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 103-117.
- European Family Businesses*. (2013). Opgevraagd op 26 januari, 2017, via <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/family-businesses/definition>
- European Family Businesses (GEEF)*. (z.d.). Opgevraagd op 26 januari, 2017, via <http://www.fbn.bg/en/european-family-businesses-geef/>
- Fernando, G. D., Schneible Jr, R. A., & Suh, S. (2014). Family Firms and Institutional Investors [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 27(4), 328-345.
- Galio, M. A., & Sveen, J. (1991). Internationalizing the family business: Facilitating and restraining factors [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 4(2), 181-190.
- Gómez-Mejía, L. r., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 52 (1), 106-137.
- Gorton, G., & Kahl, M. (1999). Blockholder Identity, Equity Ownership Structure and Hostile Takeovers [Elektronische versie]. *NBER working paper 7123*.
- Grant, R. M. (1991). The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation [Elektronische versie]. *California Management Review*, 33(3), 114-135.

- Habbershon, T. G., Williams, M., & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance [Elektronische versie]. *Journal Of Business Venturing*, 18(4), 451.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis*. Malaysia: Pearson.
- Hamadi, M. (2010). Ownership concentration, family control and performance of firms [Elektronische versie]. *European Management Review*, 7(2), 116-131.
- Handler, W. C. (1989). Methodological issues and considerations in studying family businesses [Elektronische versie]. *Business Review*, 2(3), 257-276.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 58, 2351-2374.
- Himmerlberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and link between ownership and performance [Elektronische versie]. *Journal Of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting [Elektronische versie]. *Journal Of Accounting & Economics*, 36(1-3), 337.
- Holland, P. G., & Oliver, J. E. (1992). An empirical examination of stages of development of family business [Elektronische versie]. *Journal of Business & Entrepreneurship*, 4(3), 27-38.
- Hsu, M., & Wang, K. (2014). The Level and Stability of Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Taiwan [Elektronische versie]. *Emerging Markets Finance & Trade*, 50, 159-173.
- IFERA. (2003). Family Businesses Dominate [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 16 (4), 235-240.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, G. R. (1984). Task Visibility, Free Riding, and Shirking: Explaining the Effects of Structure and Technology on Employee Behavior [Elektronische versie]. *Academy Of Management Review*, 9(4), 684-695.
- Klein, S. B., Astrachan, J. H., & Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29(3), 321-339.
- Lambrecht, J., & Molly, V. (2011). *Het economisch belang van familiebedrijven in België* [Elektronische versie]. Brussel: instituut voor het familiebedrijf.

- Lambrecht, J., Arijs, D., Molly, V., & Broekaert, W. (2013). *Private equity in familiebedrijven: Best practices voor een duurzame relatie* [Elektronische versie]. Brussel: Instituut voor het Familiebedrijf.
- Lansberg, I. S., Perrow, E. L., & Rogolsky, S. (1988). Family business as an emerging field [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 1(1), 1-8.
- López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Nashier, T., & Gupta, A. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance [Elektronische versie]. *IUP Journal Of Corporate Governance*, 15(3), 36-56.
- Pound, J. (1988). PROXY CONTESTS AND THE EFFICIENCY OF SHAREHOLDER OVERSIGHT [Elektronische versie]. *Journal Of Financial Economics*, 20(1/2), 237-265.
- Poutziouris, P. Z. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 14(3), 277-291.
- Rosenblatt, P., De Mik, Leni, & Anderson, Roxanne Marie. (1985). *The family in business : Understanding and dealing with the challenges entrepreneurial families face* [Elektronische versie]. San Francisco (Calif.): Jossey-Bass.
- Söding, J. V. (2011). Private Equity Minority Investments: Sharing Control in Closely Held Private Family Firms [Elektronische versie]. *University Of St. Gallen, Business Dissertations*, 1-479.
- Schmidheiny, K. (2016). Panel data: Fixed and Random Effects [Elektronische versie]. *Universität Basel*, 1-16
- Scholes, L., Wright, M., Westhead, P., Bruining, H., & Kloeckner, O. (2009). Family-Firm Buyouts, Private Equity, and Strategic Change [Elektronische versie]. *The Journal of Private Equity*, 12 (2), 7-18.
- Seet, P.-S., Graves, C., Hadji, M., Schnackenberg, A., & Gustafson, P. (2010). The effect of finance, knowledge and empathy gaps on the use of private equity amongst family-owned SMEs

[Elektronische versie]. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 11 (1), 85-104.

Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency cost of debt [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 22 (4), 333-346.

Stock, J. H., & Watson, M. W. (2011). *Introduction to Econometrics*. Boston: Pearson.

Stockmans, A., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional Wealth and Earnings Management in Private Family Firms [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 23(3), 280-294.

Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent Attributes of the Family Firm [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 9(2), 199-208.

Tappeiner, F., Howorth, C., Achleitner, A.-K., & Schraml, S. (2012). Demand for private equity minority investments: A study of large family firms [Elektronische versie]. *Journal of Family Business Strategy*, 3 (1), 38-51.

Thanatawee, Y. (2014). Institutional Ownership and Firm Value in Thailand [Elektronische versie]. *Asian Journal Of Business & Accounting*, 7(2), 1-22.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice [Elektronische versie]. *Journal Of Finance*, 43(1), 1-19.

Van Der Elst, J., & Vanbergen, A. (2013). *Financiële analyse: De onderneming doorgelicht*. Berchem: uitgeverij De Boeck.

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417

Welch, E. (2003). The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies [Elektronische versie]. *Australian Journal Of Management*, 28(3), 287-305.

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
Het belang van de institutionele investeerders voor familiebedrijven

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

Jaar: **2017**

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,

Grosemans, Brent

Datum: **23/05/2017**