

Woord vooraf

Deze masterproef is het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur met afstudeerrichting Accountancy en Financiering aan de Universiteit Hasselt. Het schrijven van deze masterproef vormde een uitdaging, maar was tevens een interessante en leerrijke ervaring. Het tot stand komen van deze masterproef zou nooit gelukt zijn zonder de hulp van een aantal personen, die ik bij deze graag wil bedanken.

Ten eerste zou ik mijn promotor, prof. dr. Tensie Steijvers, en mijn co-promotor, dr. Maarten Corten, willen bedanken voor hun tijd en ondersteuning. Zij hebben regelmatig mijn werk nagelezen en hierover advies en feedback gegeven. Hun ondersteuning en kritische opmerkingen waren een grote hulp bij het schrijven van deze masterproef. Daarnaast zou ik dr. Maarten Corten ook willen bedanken omdat ik gebruik mocht maken van de data die hij reeds verzamelde.

Als laatste wil ik graag mijn ouders, familie en vrienden bedanken. Ik kon altijd bij hen terecht voor hulp en steun. Zij hebben allen ertoe bijgedragen dat ik mijn opleiding tot een goed einde heb kunnen brengen.

Yorick Nijssen
Juni, 2017

Samenvatting

De meeste wetenschappelijke literatuur geeft aan dat familiebedrijven meer risicoavers zijn dan niet-familiebedrijven. Dit uit zich onder andere in minder investeringen in onderzoek en ontwikkeling en minder schulden (Hiebl, 2013). Familiebedrijven worden dan vaak als een grote groep beschouwd, terwijl het belangrijk is om de heterogeniteit binnen de groep van familiebedrijven in rekening te brengen (Stockmans, Lybaert, & Voordeckers, 2010). Niet alle familiebedrijven hechten bijvoorbeeld evenveel belang aan de socio-emotionele rijkdom. Dit zijn de niet-financiële doelstellingen van het bedrijf die tegemoetkomen aan de emotionele noden van de familie. In een familiebedrijf vormt de socio-emotionele rijkdom het referentiepunt voor het maken van beslissingen en strategische keuzes (Gómez-Mejía et al., 2007). Het maken van beslissingen hangt sterk samen met het nemen van risico (March & Shapira, 1987). De heterogeniteit in familiebedrijven in termen van socio-emotionele rijkdom wordt sterk bepaald door de emoties en relaties tussen familieleden (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012). De graad van emotionele binding tussen de familieleden is de familiecohesie (Lansberg & Astrachan, 1994). In deze masterproef zal daarom familiecohesie gebruikt worden om een onderscheid te maken binnen de groep van familiebedrijven. In het bijzonder zal gekeken worden naar de invloed die familiecohesie uitoefent op het risicogedrag van de onderneming.

Nadat in hoofdstuk 1 de probleemstelling samen met de onderzoeksvraag en de deelvragen wordt geformuleerd, zal in hoofdstuk 2 een literatuurstudie worden uitgevoerd en zullen de hypothesen worden opgesteld. In deze literatuurstudie komen onder andere risicogedrag in familiebedrijven, de agency theorie en de socio-emotionele rijkdom aan bod. Op basis van de literatuurstudie verwachten we enerzijds dat een zeer hoge cohesie nadelig is voor het nemen van risico's in een familiebedrijf omdat te veel belang wordt gehecht aan de socio-emotionele rijkdom en men schrik heeft deze te verliezen. Anderzijds verwachten we dat een zeer lage cohesie aanleiding zal geven tot conflicten binnen de familie waardoor geen beslissingen, en dus geen risico's, worden genomen. Daarnaast veronderstellen we dat de raad van bestuur een modererend effect heeft op de relatie tussen familiecohesie en risicogedrag. Een raad van bestuur die haar taken effectief uitvoert, kan een beslissing objectiveren en conflicten buitenspel zetten waardoor beslissingen en ook risico's genomen worden.

In hoofdstuk 3 wordt vervolgens de methodologie besproken. Het empirisch onderzoek gebeurde aan de hand van een samengestelde dataset. Een eerste deel van de dataset betreffende data rond familiecohesie en de taken van de raad van bestuur werd verzameld door dr. Corten in functie van ander onderzoek. Cohesie wordt hierin gemeten aan de hand van de *Family Cohesion Scale* van Olson (2000). Deze data werd gekoppeld aan de financiële gegevens die verzameld werden uit de Bel-first database (Bureau Van Dijk). Om risicogedrag te bepalen werd gekeken naar de schulden en de investeringen in materiële vaste activa van de onderneming. Vervolgens worden de hypothesen empirisch getest aan de hand van multivariate regressieanalyses, uitgevoerd met SPSS.

In hoofdstuk 4 worden de resultaten van het onderzoek weergegeven en in hoofdstuk 5 wordt hierrond een conclusie gevormd. In tegenstelling tot het verwacht kwadratisch verband tussen familiecohesie en risicogedrag, suggereren de resultaten een lineair verband. Een hogere familiecohesie blijkt een positief effect te hebben op de risico's die genomen worden in het familiebedrijf. Vooral wanneer gekeken wordt naar investeringsniveau, heeft een hogere cohesie tot gevolg dat meer investeringen worden gedaan in materiële vaste activa. De resultaten zijn minder consistent wanneer het effect op het schuldniveau geanalyseerd wordt. Het testen van het modererend effect van de taken van de raad van bestuur levert weinig significante resultaten op. Dit wijst erop dat de invloed van de raad van bestuur op de relatie tussen familiecohesie en risicogedrag zeer beperkt is. De raad van bestuur kan door het effectief uitvoeren van haar advies- en controlerol niet voldoende ervoor zorgen dat meer risico wordt genomen in bedrijven waarin de familiecohesie laag is. Tot slot worden enkele beperkingen van het onderzoek en aanbevelingen voor verder onderzoek geformuleerd.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	i
Samenvatting	iii
Inhoudsopgave	v
Lijst met figuren	vii
Lijst met tabellen	ix
1. Inleiding.....	1
1.1. Probleemstelling	1
1.2. Deelvragen	4
2. Literatuurstudie	7
2.1. Het familiebedrijf	7
2.2. Risico nemen.....	8
2.3. De agency theorie.....	9
2.4. De socio-emotionele rijkdom	11
2.5. Risicoaversie in familiebedrijven	13
2.6. Familiecohesie.....	15
2.7. De raad van bestuur in familiebedrijven.....	18
3. Methodologie	23
3.1. Data.....	23
3.2. Variabelen	23
3.2.1. Afhankelijke variabelen.....	23
3.2.2. Onafhankelijke variabele.....	24
3.2.3. Controlevariabelen	26
3.2.4. Modellen	26
4. Resultaten.....	29
4.1. Beschrijvende statistiek	29
4.2. Regressieresultaten.....	33
4.3. Modererend effect.....	38
5. Conclusie	43
5.1. Bijdrage tot de literatuur	44
5.2. Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek	44
6. Literatuurlijst.....	47

Bijlagen.....	53
Bijlage 1: Stellingen met betrekking tot familiecohesie	53

Lijst met figuren

Figuur 1: Het 'Three Circle Model' van Tagiuri en Davis	8
Figuur 2: U-vormig verband familiecohesie en schuldniveau/investeringsniveau	18
Figuur 3: Invloed van de taken van de raad van bestuur op de relatie tussen familiecohesie en schuldniveau/investeringsniveau	21
Figuur 4: Conceptueel model	21

Lijst met tabellen

Tabel 1: Beschrijvende statistiek	30
Tabel 2: Frequentietabel van de sectorvariabelen	30
Tabel 3: Correlatiematrix.....	32
Tabel 4: Regressieresultaten voor de basismodellen	33
Tabel 5: Regressieresultaten voor de modellen met aangepaste cohesiescore	34
Tabel 6: Regressieresultaten voor de modellen met opsplitsing van de <i>balanced</i> -score.....	36
Tabel 7: Regressieresultaten voor de modellen met opsplitsing van de <i>balanced</i> -score.....	38
Tabel 8: Regressieresultaten voor de modellen met aangepaste cohesie en modererend effect..	39
Tabel 9: Regressieresultaten voor de modellen met opgesplitste <i>balanced</i> -score en modererend effect	41

1. Inleiding

1.1. Probleemstelling

In een familiebedrijf zitten de familie en het bedrijf sterk in elkaar verweven. De familie beïnvloedt het bedrijf en wordt tegelijkertijd zelf beïnvloed door het bedrijf (Kepner, 1983). Succes binnen de familie heeft een positieve impact op het economisch succes van het bedrijf. Familiesucces is de levenskwaliteit of het welzijn van de familie. Naast redelijk objectieve maatstaven zoals tevredenheid in het huwelijk, gezondheid, opleiding en tewerkstelling, wordt familiesucces bepaald door de perceptie die individuen hebben over de mate waarin aan hun emotionele en materiële noden wordt voldaan door het familiesysteem (Masuo et al., 2001). Uit het onderzoek *Global Family Business Survey* (2014) van Valid Research, een onafhankelijk onderzoeksinstituut, blijkt dat de succesfactor van een familiebedrijf de samenhang van de familie is. De meest succesvolle familiebedrijven zijn de bedrijven met een optimaal evenwicht tussen familiecohesie en winstgevende groei ('Familiesamenhang staat garant voor zakelijk succes'). Sophie Velge en Dominique Moorkens, respectievelijk afgevaardigd bestuurder en voorzitter van de Belgische antenne van het internationaal netwerk van familiebedrijven, bevestigen het belang van cohesie binnen familiebedrijven. Zij gebruiken hiervoor de term *affectio societatis*, de wil om samen te werken met een gezamenlijk project voor ogen. Zonder familiecohesie is volgens hen het voortbestaan van een familiebedrijf in gevaar. Communicatie tussen generaties is van cruciaal belang om de cohesie op middellange en lange termijn te behouden ('Het cement van familiebedrijven').

Familiecohesie is de intellectuele en emotionele samenhang tussen familieleden en geeft aan in welke mate de familie elkaar steunt tijdens crisissen en moeilijkheden. Het vormt de grenzen die het familiesysteem definiëren en is een noodzakelijke voorwaarde voor het familiesysteem om een eenheid te blijven (Björnberg & Nicholson, 2007). Families verschillen in hun niveau van cohesie en de sterkte van de band tussen familieleden. De graad van cohesie bepaalt of de familie een meer individualistische of een meer collectivistische oriëntatie heeft. Geconnecteerde families en families met een hoge cohesie hebben een meer collectivistische oriëntatie, terwijl families met een lage cohesie eerder een individualistische oriëntatie vertonen (Kellermanns & Eddleston, 2004; Lansberg & Astrachan, 1994). Cohesie heeft een invloed op het functioneren van de familie. De familie beïnvloedt op haar beurt het familiebedrijf. Tagiuri en Davis (1996) stellen dat een familiebedrijf bestaat uit drie componenten: de familie, de eigendom en het bedrijf. Deze componenten overlappen met elkaar en creëren zo verschillende groepen. De verschillende groepen zitten sterk in elkaar verweven, waardoor het moeilijk is ze uit elkaar te halen zonder een verstoring van de systemen (Habbershon, Williams, & MacMillan, 2003; Kepner, 1983). Daarnaast heerst in familiebedrijven een sterke emotionele boventoon. Families zijn een sociale groep met een lange geschiedenis en gedeelde herinneringen. Zij zorgen voor een context waarin er emotionele uitwisseling is die zowel de familieleden als het bedrijf beïnvloedt (Gómez-Mejía et al., 2011; Tagiuri & Davis, 1996).

De cohesie in de familie zal, door de overlap tussen de familie en het bedrijf, waarschijnlijk worden doorgetrokken in het familiebedrijf. Een sterke familiecohesie kan belangrijk zijn. Het heeft een positief effect op de toewijding van de familieleden aan het bedrijf. Het familiebedrijf wordt gezien als een voortgezette erfenis dat de tradities, identiteit en cultuur van de familie belichaamt. Een hogere cohesie zorgt voor het heersende idee onder de familieleden dat ze een verantwoordelijkheid delen voor de voortzetting en de verbetering van het familiebezit. Ondanks de hoge cohesie is de familie toch in staat om duidelijke grenzen te bewaren tussen subsystemen en tussen de familie en het bedrijf. Hierdoor verkleint de kans dat familieproblemen op een ongepaste manier in het bedrijf worden gebracht (Lansberg & Astrachan, 1994). Daarnaast leidt een hogere cohesie tussen de familieleden tot een grotere identificatie van de familie met het bedrijf. Identificatie met het bedrijf zorgt er op haar beurt voor dat meer aandacht wordt besteed aan de socio-emotionele rijkdom (Cabrera-Suarez, Déniz-Déniz, & Martin-Santana, 2014). Dit zijn de niet-financiële aspecten van een bedrijf die tegemoetkomen aan de emotionele behoeften van de familie zoals de mogelijkheid om gezag uit te oefenen en de overlevering van het bedrijf aan de volgende generaties (Gómez-Mejía et al., 2007). De winst of het verlies van socio-emotionele rijkdom vormt het referentiepunt in familiebedrijven voor het maken van strategische keuzes en beleidsbeslissingen. Belangrijke managementkeuzes worden gedreven door het verlangen om de socio-emotionele rijkdom te behouden en te versterken, onafhankelijk van de economische invloeden van deze keuzes (Berrone, Cruz, & Gómez-Mejía, 2012; Gómez-Mejía et al., 2007). Dit geeft een verklaring waarom familiebedrijven een grotere risicoaversie vertonen in hun bedrijfsbeslissingen dan niet-familiebedrijven. Het verlies van socio-emotionele rijkdom betekent het verlies van intimiteit, een gereduceerde status en het falen om te voldoen aan de verwachtingen van de familie. Het nemen van risico's, hoewel dit de prestatie van het bedrijf kan verbeteren, vergroot de kans op faling en brengt de overdracht van het bedrijf naar de volgende generaties in gevaar (Gómez-Mejía et al., 2007; Hiebl, 2013).

Hoewel familiecohesie belangrijk is in een familiebedrijf, kan de cohesie tussen familieleden te hoog of overdreven zijn. In dit geval werkt het hoge cohesieniveau dysfunctioneel. De familie focust te sterk op zichzelf, er is een gebrek aan diversiteit in de familie en een gebrek aan openheid voor andere meningen (Björnberg & Nicholson, 2007). De zeer hoge cohesie zal aanleiding geven tot een sterke identificatie met het bedrijf en dus zal de familie veel belang hechten aan de socio-emotionele rijkdom (Cabrera-Suarez et al., 2014). Wanneer men sterk gefocust is op de overleving van het familiebedrijf en het behouden van de controle over het bedrijf, dan is men niet bereid risico's te nemen die het voortbestaan van het bedrijf in gevaar zouden kunnen brengen. Deze conservatieve houding en het niet bereid zijn om risico's te nemen die verbonden zijn aan ondernemingsactiviteiten, kan de langetermijnprestatie van het familiebedrijf ondermijnen en haar competitieve positie beschadigen (Gómez-Mejía et al., 2007; Zahra, 2005).

Net als te hoge cohesie binnen de familie, kan ook te lage cohesie schadelijk zijn voor het bedrijf. Zeer lage cohesie kan ertoe leiden dat men veel gevoeliger is voor verwoestende conflicten en kan fragmentatie veroorzaken. Dit heeft zowel een negatieve impact op de familie als op het bedrijf (Björnberg & Nicholson, 2007). In dergelijke families heeft men een individualistische visie

en primeert het eigenbelang op het belang van het bedrijf. Men streeft voornamelijk naar meer individuele macht, de focus ligt op het conflict in plaats van op het bedrijf en er wordt niet geluisterd naar de ideeën van andere familieleden. Te veel conflicten kunnen problemen geven bij het vervullen van taken en het bereiken van doelstellingen. Het familiebedrijf kan ervan weerhouden worden een strategie te kiezen en een beslissing te nemen (Kellermanns & Eddleston, 2004). Hoewel het maken van strategische keuzes en het grijpen van opportuniteiten risicovol is, is het noodzakelijk om prestaties te behalen die ervoor zorgen dat het bedrijf competitief blijft doorheen de tijd (Habbershon, Williams, & MacMillan, 2003; Zahra, 2005).

Zowel zeer hoge als zeer lage cohesie binnen de familie zouden het nemen van risico's in het familiebedrijf kunnen beperken. Tussen deze extreme niveaus van cohesie bevindt zich het gebalanceerde niveau. Op dit niveau zijn de familieleden in staat een balans te vinden tussen onafhankelijkheid van en verbondenheid aan de familie (Olson, 2000). De conflicten die gepaard gaan met het risico dat de groep verscheurd wordt, worden verminderd door het gezamenlijk nemen van beslissingen en de steun die de familieleden bij elkaar vinden. De autonomie van de familieleden en het kunnen uitoefenen van invloed op de beslissingen, voorkomen dat te snel conclusies getrokken worden en verhogen het aantal opties. Dergelijke conflicten hebben een positief effect op de bedrijfsprestatie (Kellermanns & Eddleston, 2004; Kepner, 1983; LaRocca & De Feis, 2015). De familiale betrokkenheid in het maken van beslissingen vergroot het verantwoordelijkheidsgevoel van verschillende generaties voor de toekomst van het bedrijf (Lansberg & Astrachan, 1994). De familieleden streven maximaal potentiële rijkdom na voor zowel de huidige als toekomstige generaties. Ze beseffen dat bedrijven die geen voordeel in vermogenscreatie nastreven, niet zullen overleven op lange termijn omdat hun strategische competitiviteit wordt aangetast. Dergelijke families begrijpen dat het belangrijk is te ondernemen, te innoveren en risico's te nemen om rijkdom te creëren (Habbershon, Williams, & MacMillan, 2003; Zahra, 2005).

Een effectieve raad van bestuur zou mogelijk ervoor kunnen zorgen dat de risicoaversie van familiebedrijven beperkt wordt en de nodige strategische keuzes gemaakt worden. In een familiebedrijf bestaat een spanning tussen de nood om te veranderen en het streven naar stabiliteit (Zahra, 2005). Het nemen van ondernemingsrisico is noodzakelijk om het bedrijf over te leveren aan de volgende generaties en om competitief te blijven. In een familiebedrijf kan men echter te sterk gefocust zijn op het behouden van rijkdom in plaats van het creëren ervan (Memili et al., 2010). Risico's worden gezien als een bedreiging van de niet-economische doelstellingen en de overleving van het bedrijf en niet als een opportuniteit om de prestatie te verbeteren en de competitieve positie te versterken (Gómez-Mejía et al., 2007; Zahra, 2005). Familieleden willen de socio-emotionele rijkdom niet aantasten en zien het reduceren van het bedrijfsrisico als handelen in het belang van de familie. Dit stemt niet noodzakelijk overeen met het belang van het bedrijf (Anderson & Reeb, 2004; Gómez-Mejía et al., 2007; Schulze et al., 2001). Een onafhankelijke raad van bestuur die het management controleert, kan voorkomen dat het management het eigenbelang, in dit geval het belang van de familie, laat primeren (Hillmann & Dalziel, 2003). Een andere rol die bestuurders in de raad van bestuur kunnen opnemen is die van scheidsrechter wanneer moeilijkheden of conflicten bestaan tussen de familieleden in het bedrijf.

De bestuurders kunnen er niet voor zorgen dat een conflict stopt, maar kunnen wel ruimte voor discussie creëren waar de familieleden elkaar kunnen overtuigen zonder gezichtsverlies te lijden. Op deze manier kan de raad van bestuur voorkomen dat een onherstelbare kloof in de familie ontstaat en het bedrijf stagneert (Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007; Whisler, 1988).

Familiecohesie is een mogelijke factor om een onderscheid te maken binnen de groep van familiebedrijven. Op basis van de reeds bestaande literatuur over familiebedrijven en risicoaversie, zouden we kunnen verwachten dat in familiebedrijven waar de familiecohesie zeer hoog is minder risico's worden genomen die de socio-emotionele rijkdom kunnen aantasten dan in familiebedrijven waar de familiecohesie lager is. Anderzijds zouden de vele conflicten bij een zeer lage cohesie ertoe kunnen leiden dat beslissingen niet genomen worden. Hierdoor worden geen risico's genomen. Een raad van bestuur die haar taken effectief uitvoert, zou in beide gevallen mogelijk een oplossing kunnen bieden. We vermoeden dus een relatie tussen familiecohesie en het nemen van risico's in het familiebedrijf. Deze masterproef zal daarom volgende onderzoeksvraag centraal stellen:

Wat is de invloed van familiecohesie op het risicogedrag in een familiebedrijf?

1.2. Deelvragen

Om te bepalen welke invloed familiecohesie heeft op het risicogedrag van een bedrijf, is het belangrijk te weten welke componenten risicogedrag aanduiden. Anderson en Reeb (2003) geven aan dat families in een familiebedrijf op twee manieren risicoaversie kunnen vertonen. Ten eerste kan de familie het risico reduceren door de investeringsbeslissingen van het bedrijf te beïnvloeden. Investeringsbeslissingen zijn risicovol omdat de duur en *payoff* ervan onzeker zijn (Zahra, 2005). De kans op negatieve uitkomsten, de bedreiging van de socio-emotionele rijkdom, weegt te zwaar op tegen de mogelijke voordelen (Gómez-Mejía et al., 2007). Door een lager niveau van langetermijninvesteringen aan te houden, wordt het risico in het bedrijf gereduceerd en blijven de middelen van het bedrijf behouden voor gebruik door de familie (Breton-Miller, Miller, & Lester, 2011). Te weinig investeren kan echter de competitieve positie van het familiebedrijf ondermijnen en de overleving op lange termijn in gevaar brengen (Welsh & Zellweger, 2010). Dit geeft aanleiding tot de eerste deelvraag:

Wat is de invloed van familiecohesie op het investeringsniveau van het familiebedrijf?

Ten tweede kan het risico verminderd worden door een kapitaalstructuur na te streven die een kleinere kans op een faillissement geeft. Wanneer veel belang gehecht wordt aan de controle over het bedrijf, een deel van de socio-emotionele rijkdom van het familiebedrijf en dus een belangrijk aspect voor een familie met een hoge cohesie, dan zal de familie risicoaversie vertonen ten opzichte van het controlerisico. Dit is het risico om de controle over het bedrijf te verliezen. Het gebruik van schulden doet het controlerisico stijgen door de hogere kans op financiële moeilijkheden die gepaard gaat met hogere schulden. Financiële moeilijkheden ontstaan wanneer het bedrijf de schuldeisers niet tijdig kan terugbetalen. Dit kan ertoe leiden dat door de rechtbank

een curator wordt aangesteld en uiteindelijk het bedrijf failliet gaat (Cabrera-Suarez et al., 2014; Gómez-Mejía et al., 2007; Mishra & McConaughy, 1999). Dit leidt tot de volgende deelvraag:

Wat is de invloed van familiecohesie op het schuldniveau van het familiebedrijf?

Een raad van bestuur met onafhankelijke, externe bestuurders kan een effectief instrument zijn om ervoor te zorgen dat managers de middelen van het bedrijf op een productieve manier inzetten. Familiale managers kunnen immers beslissingen nemen die gericht zijn op het belang van de familie en niet op het belang van de onderneming. Dit agency probleem zou vermeden kunnen worden door een goede controle van het management door de raad van bestuur (Fama & Jensen, 1983b; Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007). De aanwezigheid van externe bestuurders in de raad van bestuur heeft ook een positief effect op het schuldniveau van het familiebedrijf. Schulden kunnen gebruikt worden als indirect controlemechanisme. De externe bestuurders verplichten het management om schulden aan te gaan zodat ze de controle over het management kunnen behouden (González et al., 2013). Dit is volgens de agency theorie de belangrijkste rol van de raad van bestuur (Hillmann & Dalziel, 2003). Een raad van bestuur zou er dus voor kunnen zorgen dat de familie toch voldoende investeringen doet en schulden aangaat. Dit leidt tot volgende deelvraag:

Heeft de raad van bestuur een modererend effect op de relatie tussen familiecohesie en risicogedrag?

2. Literatuurstudie

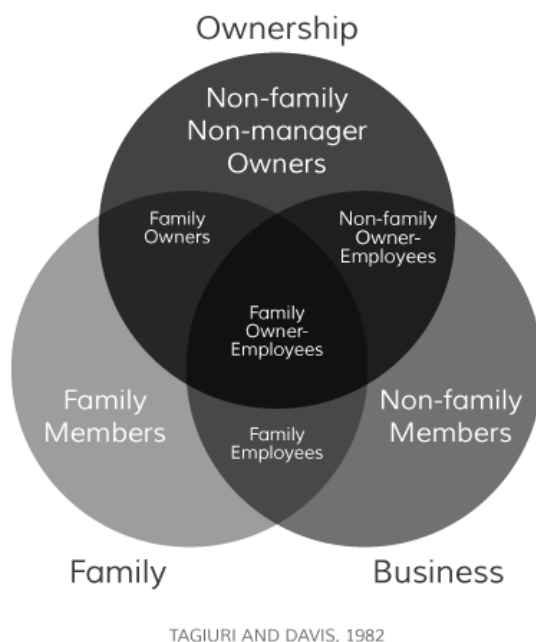
2.1. Het familiebedrijf

Familiebedrijven zijn belangrijk voor de Belgisch economie. Meer dan 75% van de Belgische ondernemingen vallen onder familiale controle. Dit zijn zeker niet enkel kmo's. Ook van de grote bedrijven, die meer dan 200 werknemers hebben, is in België 55% een familiebedrijf. Al deze familiebedrijven samen zorgen voor 45% van de tewerkstelling en 33% van het bbp in België (Lambrecht & Molly, 2011).

Een onderscheid maken tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven is niet eenvoudig (Dyer, 2003). Een eenduidige definitie van een familiebedrijf bestaat immers niet. Op theoretisch niveau wordt algemeen aangenomen dat een familiebedrijf een bedrijf is waar door een familiale eigenaar veel invloed wordt uitgeoefend op de bedrijfszaken. Op operationeel niveau bestaat echter een grote verscheidenheid in de definities over een familiebedrijf (Gómez-Mejía et al., 2011). Westhead en Cowling (1998) ontwikkelden zeven operationele definities van een familiebedrijf gebaseerd op één of meerdere van volgende vier elementen: het bedrijf wordt door de CEO gezien als een familiebedrijf, meer dan 50% van de aandelen met stemrecht zijn in het bezit van leden van de grootste familie die verwant zijn aan elkaar door een bloedband of door het huwelijk, familieleden zijn betrokken in het managementteam en het bedrijf is in bezit van ten minste de tweede generatie van familieleden. In deze masterproef zal gewerkt worden met de eerste twee elementen. Dit leidt tot volgende definitie: een bedrijf is een familiebedrijf als de grootste familie meer dan 50% van de aandelen bezit en/of als de CEO het bedrijf ziet als een familiebedrijf (Dyer, 2003; Westhead en Cowling, 1998).

Bij het bestuderen van familiebedrijven worden de familie en het bedrijf vaak als aparte systemen beschouwd, hoewel deze elkaar beïnvloeden (Dyer, 2003). Het is de interactie van de familie, het bedrijf en de individuele familieleden die een uniek systeem creëert dat de prestatie van het familiebedrijf beïnvloedt (Habbershon, Williams, & MacMillan, 2003). Tagiuri en Davis (1996) ontwikkelden het *Three Circle Model* (figuur 1). Volgens dit model bestaat een familiebedrijf uit drie componenten: de familie, de eigendom en het bedrijf. De overlap tussen deze componenten leidt tot bivalente attributen. Dit zijn enkele unieke, onafscheidelijke attributen die zowel een bron van voor- als nadelen zijn voor familiale eigenaars, niet-familiale werknemers en familiale werknemers. Een voorbeeld van een bivalent attribuut zijn de simultane rollen van familieleden die in het familiebedrijf werken. Door tegelijk de rol van familielid, eigenaar en manager te vervullen, ontstaan simultane verplichtingen ten opzichte van de familie, het bedrijf en de aandeelhouders. Enerzijds is dit voordelig voor het bedrijf omdat dit kan leiden tot meer loyaliteit naar de familie en het bedrijf toe. Hierdoor is er onder andere meer vertrouwen, een betere samenwerking en meer begrip voor de tekortkomingen van de anderen. Anderzijds kunnen simultane rollen nadelig zijn omdat ze een verwarring van de normen tot gevolg kunnen hebben. De gedragsnormen in een bedrijf zijn tegengesteld aan de gedragsnormen in een familie. In een bedrijf wordt vaak gestreefd naar een gezonde vorm van competitie, terwijl in een familie normaal gestreefd wordt naar eenheid en het vermijden van rivaliteit. Door deze normverwarring

kan de competitiviteit binnen het bedrijf of de eenheid binnen de familie opgeofferd worden om het bedrijf of de familie te beschermen. Andere voorbeelden van bivalente attributen zijn een gedeelde identiteit, een gedeelde geschiedenis en emotionele betrokkenheid (Tagiuri & Davis, 1996).



Figuur 1: Het 'Three Circle Model' van Tagiuri en Davis

Daarnaast worden familiebedrijven in de literatuur vaak als één grote groep beschouwd. Familiebedrijven vormen echter een heterogene groep van bedrijven, waarbij het belangrijk is een onderscheid te maken binnen deze groep. Wanneer toch een onderscheid wordt gemaakt binnen de groep van familiebedrijven, dan gebeurt dit meestal op basis van de geschiedenis en structuur van de generaties. Zelden worden pogingen ondernomen die het volledige functioneren van de familie proberen te bevatten en de dynamieken en mechanismen van de familiepsychologie in rekening brengen (Björnberg & Nicholson, 2007; Jiang et al., 2015).

2.2. Risico nemen

Binnen een familiebedrijf vormt de familie een belangrijke groep van aandeelhouders. Zij heeft een sterke stem binnen het bedrijf en vaak de macht om de strategie te bepalen. De drang van de familie om het bedrijf te laten voortbestaan in handen van de familie, de sterke emotionele binding met het bedrijf en een grote investering van persoonlijk vermogen in het bedrijf zijn sterke stimulansen om het bedrijfsrisico te minimaliseren (Anderson en Reeb, 2003; Hiebl, 2013).

Risico is een belangrijke factor die geassocieerd is met het maken van beslissingen. Het reflecteert de variatie in de verdeling van de mogelijke uitkomsten, de kansen en de subjectieve waarden. Bij het maken van een beslissing houdt men rekening met het risico door te kijken naar zowel de mogelijke winst als het mogelijk verlies dat gepaard gaat met een bepaald alternatief (March & Shapira, 1987). Risico's komen voor in elke fase van het ondernemingsproces. Bij de

ontwikkeling van een nieuw product is het bijvoorbeeld onzeker dat het later succesvol zal zijn. Wanneer het product dan een geslaagd product blijkt te zijn, dan is het weer belangrijk om het competitief voordeel te behouden. Het risico bestaat immers dat het product geïmiteerd wordt door de concurrentie (Zahra, 2005). Het dragen van risico is subjectief, afhankelijk van het perspectief van degene die het risico beoordeelt (Jones, Makri, & Gomez-Mejia, 2008). Wanneer beslissingsmakers risicoavers zijn, verkiezen ze relatief lage risico's en zijn ze bereid een deel van het verwacht rendement op te offeren om de variatie in de mogelijke uitkomsten te reduceren. Beslissingsmakers die risico-zoekend zijn verkiezen relatief hoge risico's en zijn bereid een deel van het verwacht rendement op te offeren om de variatie te doen stijgen (March & Shapira, 1987). De bereidheid om te innoveren en risico's te nemen is een kenmerk van een ondernemend bedrijf. Een ondernemende oriëntatie reflecteert zich in de organisatieprocessen van het bedrijf en beïnvloedt de beslissingen (Lumpkin & Dess, 1996; Miller, 1983). Een bedrijf moet ondernemerschap vertonen om op een gepaste manier te kunnen reageren op de wensen van de markt (Zahra, 2005). Risico's moeten genomen worden om te kunnen innoveren, succesvol te zijn en competitief te blijven (March & Shapira, 1987; Memili et al., 2010; Miller, 1983).

Wanneer eigenaars gediversifieerde portfolio's aanhouden, wordt bedrijfsrisico meestal gezien als iets positief vanuit het standpunt van de welvaart van de aandeelhouders. Een economisch rationele eigenaar met een gediversifieerd portfolio zal risicovollere acties verkiezen dan de managers in het bedrijf. De managers zijn immers afhankelijk van één werkgever en kunnen hun tewerkstellingsrisico niet spreiden (Gómez-Mejía, Nuñez-Nickel, & Gutierrez, 2001; Wiseman & Gómez-Mejía, 1998). In familiebedrijven lopen de familiale aandeelhouders een veel groter risico als een gevolg van de acties van de managers. Zij hebben een groot deel van hun vermogen in het bedrijf gestopt in tegenstelling tot de aandeelhouders die in verschillende bedrijven investeren. De risico's en rendementen van familiale eigenaars zijn dus gebonden aan het familiebedrijf. De welvaart van de familie zou sterk beïnvloed worden door risicovolle beslissingen die slecht uitdraaien. Dit is een van de redenen waarom familiale eigenaars verkiezen om risico's te vermijden (Gómez-Mejía et al., 2001; Gómez-Mejía et al., 2011).

2.3. De agency theorie

De agency theorie of principaal-agent theorie ontstond uit de erkenning van de groeiende scheiding tussen eigendom en controle in bedrijven. Degene die beslissingen nemen in het bedrijf zijn niet degene die het risico dragen van deze beslissing. De agency theorie veronderstelt dat de waarden en doelen van managers (de agenten) sterk verschillen van deze van de eigenaars (de principalen). De managers kunnen opportunistisch gedrag vertonen en daardoor niet handelen in het belang van de aandeelhouders. In publieke bedrijven verkiezen de eigenaars dat risico's worden genomen die gericht zijn op de groei van het bedrijf. Zij halen hun enige voordeel uit een stijging van de aandelenprijs. In private bedrijven willen eigenaars dat risico's worden genomen die evenredig zijn met hun voorkeur voor bepaalde uitkomsten. Deze uitkomsten kunnen zowel gericht zijn op financiële als op niet-financiële voordelen. Agency kosten en controlemechanismen moeten worden ingevoerd om het opportunistisch en in eigen belang handelen van managers te

beperken (Fama & Jensen, 1983a; Fama & Jensen, 1983b; Jensen & Meckling, 1976; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003a; Zahra, 2005).

De agency problemen in het beslissingsproces kunnen onder andere worden gereduceerd door het scheiden van het management en de controle van de beslissingen. Dit kan op drie verschillende manieren. Ten eerste door het invoeren van een beslissingshiërarchie waarbij de beslissingen van lagere managers goedgekeurd moeten worden door het hoger management. Ten tweede door het gebruik van incentive structuren die wederzijdse controle onder managers aanmoedigen. Als laatste kan men het beslissingsmanagement en de beslissingscontrole scheiden door dit laatste toe te wijzen aan een aantal personen aan de top van de organisatie, de raad van bestuur. Deze is verantwoordelijk voor het bekrachtigen en controleren van de belangrijkste beslissingen en het aanwerven, ontslaan en belonen van het topmanagement (Fama & Jensen, 1983b).

Familiebedrijven worden volgens de agency theorie vaak gezien als de ideale organisatievorm omwille van de overlappende relaties en functies (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003b; Zahra, 2005). De principaal en agent zijn verbonden met elkaar en hebben een set van gezamenlijke verwachtingen. Deze zijn meer gebaseerd op emotie en sentiment, dan dat ze vertrekken vanuit een economische rationaliteit (Gómez-Mejía et al., 2001). De scheiding tussen eigendom en controle is kleiner in een familiebedrijf. Hierdoor liggen de voorkeur voor risico en groei van de manager en van de eigenaar meer op dezelfde lijn en zijn er minder agency conflicten (Fama & Jensen, 1983a; Fama & Jensen, 1983b; Schulze et al., 2001). Daarnaast is er door een betere communicatie en samenwerking binnen het bedrijf en het beperken van opportunisme, minder nood aan de controle van het management en het betalen van bonussen die het management stimuleren te handelen in het belang van de aandeelhouders (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003b).

Toch kunnen agency problemen voorkomen in een familiebedrijf. De belangen van het uitvoerende familielid komen niet noodzakelijk overeen met de belangen van de familie of het bedrijf. Het uitvoerende familielid kan afkerig zijn tegenover innovatie, risicoaversie vertonen of een imperium uitbouwen dat ten koste gaat van de winst (Gómez-Mejía et al., 2001). De agency problemen in een familiebedrijf zijn volgens Schulze et al. (2001) anders dan degene in niet-familiebedrijven omdat ze gekenmerkt worden door altruïsme. Altruïsme is het handelen in het belang van anderen en is een sterke kracht binnen het familieleven. Door altruïsme zijn ouders geneigd om voor hun kinderen te zorgen, hun welvaart is immers gekoppeld aan de welvaart van hun kinderen. Daarnaast moedigt altruïsme familieleden aan om zorgzaam te zijn voor elkaar en worden de loyaliteit en toewijding naar zowel de familie als het bedrijf versterkt. Altruïsme heeft ook een negatieve kant. Het kan agency problemen creëren en voor de familieleden een stimulans zijn om acties te ondernemen die de welvaart van de familie en het bedrijf gelijktijdig kunnen beïnvloeden. Ouders vergroten hun eigen welvaart door te zorgen voor hun kinderen. Dit kan ertoe leiden dat ouders overdreven vrijgevig zijn en de kinderen hierdoor worden aangezet om te *free-riden*, het geld van de ouders te verkwisten of afhankelijk te blijven van de ouders. Daarnaast kan altruïsme leiden tot het ontstaan van een vertekende perceptie van de familieleden, waardoor men als familielid niets fout kan doen. In een familiebedrijf kan dit ertoe leiden dat familieleden bepaalde risico's gaan nemen omdat deze geen invloed kunnen hebben op

henzelf. Ze zijn immers zeker van hun job en genieten van sommige privileges (Schulze et al., 2001; Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a; Schulze, Lubatkin & Dino, 2003b).

De agency voordelen die een familiebedrijf heeft door onder andere de toewijding aan het bedrijf, kunnen dus tenietgedaan worden door *free-riding* en andere agency problemen (Schulze et al., 2001). De agency kosten gerelateerd aan deze problemen kunnen beperkt worden door het gebruik van gepaste controlemechanismen binnen het familiebedrijf. De controlemechanismen bij contracten tussen een familiale principaal en agent werken wel anders dan bij contracten tussen een niet-familiale principaal en agent (Gómez-Mejía, et al., 2001). Volgens de agency theorie is het bijvoorbeeld niet nodig monetaire incentives te geven aan familiale managers. Als er geen familiale relatie is tussen de principaal en agent, dan worden incentives gebruikt om het risico te verplaatsen van de principaal naar de agent. Door het geven van incentives wordt de motivatie van de agent om informatie achter te houden of acties te ondernemen die niet overeenkomen met de belangen van de aandeelhouders verminderd. In een familiebedrijf is de persoonlijke rijkdom van de familiale manager, die ook eigenaar is van het bedrijf, sterk verbonden aan de waarde van het bedrijf en dus is het niet nodig hem te belonen met incentives om de agency kosten te verminderen (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003b). Wanneer echter verschillende generaties betrokken geraken bij het bedrijf, wordt de spreiding van eigendom en controle groter in het familiebedrijf en dreigt een kloof te ontstaan tussen de belangen van degene die het bedrijf leiden en de andere familiale eigenaars. De familiale werknemers en bestuurders kunnen de neiging hebben om te *free-riden* op het vermogen van de controlerende eigenaar (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003a). Het geven van incentives zou in dit geval wel nuttig kunnen zijn om de belangen van de familiale agent te laten overeenstemmen met de belangen van de familiale principaal (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003b).

2.4. De socio-emotionele rijkdom

De agency theorie veronderstelt consistent keuzegedrag gebaseerd op rationele verwachtingen. Een gevolg van het consistent keuzegedrag is dat een variërende risicopreferentie niet mogelijk is (Wiseman & Gómez-Mejía, 1998). Deze zienswijze van risico is volgens Wiseman & Gómez-Mejía (1998) te beperkt en inadequaat. Zoals reeds werd aangehaald is het dragen van risico subjectief en afhankelijk van het perspectief van degene die het risico beoordeelt (Jones, Makri & Gómez-Mejía, 2008). Dit principe vormt de basis voor de behavioral agency theorie. Risicopreferentie is niet langer consistent zoals bij de agency theorie, maar het risicogedrag varieert met de manier waarop het probleem of de keuze gekaderd wordt. Keuzes zullen op een dergelijke manier genomen worden dat het verworven vermogen in het bedrijf behouden blijft. Volgens de behavioral agency theorie zijn beslissingsmakers niet zozeer risicoavers, maar wel verliesavers. Ze willen voornamelijk verliezen vermijden, zelfs als dit betekent dat een hoger risico moet aanvaard worden. In familiebedrijven vormt het behoud van socio-emotionele rijkdom vaak het referentiepunt voor het nemen van beslissingen (Berrone et al., 2012; Wiseman & Gómez-Mejía, 1998; Zavala Angulo, Gómez Villanueva & Ramírez Solís, 2016).

De socio-emotionele rijkdom zijn de niet-financiële aspecten van een familiebedrijf die tegemoet komen aan de emotionele behoeften van de familie. De socio-emotionele rijkdom kan in verschillende vormen voorkomen zoals de mogelijkheid om gezag uit te oefenen, het behoud van de familiale dynastie en de mogelijkheid om altruïstisch te zijn naar familieleden toe (Gómez-Mejía et al., 2007). Berrone et al. (2012) stellen dat socio-emotionele rijkdom bestaat uit vijf dimensies. Een eerste dimensie is de familiale controle en invloed. Voor het behoud van de socio-emotionele rijkdom is het voor de familieleden noodzakelijk om een continue controle uit te oefenen over het bedrijf. Deze controle kan zowel rechtstreeks worden uitgeoefend, bijvoorbeeld als CEO, als onrechtstreeks, bijvoorbeeld door het aanstellen van het topmanagement. De identificatie van de familieleden met het bedrijf is de tweede dimensie. De verstrengeling van de familie en het bedrijf geeft aanleiding tot een unieke identiteit. De onderneming draagt bijvoorbeeld in veel gevallen de naam van de familiale eigenaar. Hierdoor wordt de onderneming gezien als een uitbreiding van de familie. Familieleden zijn gevoelig voor het beeld dat de onderneming overbrengt naar externen zoals klanten of leveranciers. Een derde dimensie zijn de sociale banden van de familie. Deze zijn niet exclusief tussen familieleden, maar breiden zich uit naar een grotere kring. Er is bijvoorbeeld vaak een sterke sociale band met de gemeenschap. Familiebedrijven sponsoren lokale activiteiten en doen dit enkel voor het plezier of voor het krijgen van erkenning door de gemeenschap. De vierde dimensie van socio-emotionele rijkdom is de emotionele betrokkenheid. In familiebedrijven heerst een langere geschiedenis van gedeelde ervaringen en gebeurtenissen die de huidige activiteiten, evenementen en relaties vormen en beïnvloeden. De vage grens tussen de familie en het bedrijf heeft tot gevolg dat de emoties doordringen tot in de organisatie en een invloed hebben op de beslissingen. De laatste dimensie is de intentie om het bedrijf over te leveren aan toekomstige generaties. Voor een familiale aandeelhouder is het bedrijf niet iets dat gemakkelijk verkocht kan worden, maar staat het symbool voor de erfenis en traditie van de familie. Dit heeft belangrijke gevolgen voor de tijdshorizon die in rekening wordt gebracht bij het nemen van strategische beslissingen.

De mogelijke winst of verlies van socio-emotionele rijkdom vormt het primaire referentiepunt voor een familiebedrijf voor het maken van een strategische keuze of beleidsbeslissing. Hierin onderscheidt een familiebedrijf zich voornamelijk van een niet-familiebedrijf. In een niet-familiebedrijf is de hoofddoelstelling meestal winstmaximalisatie, in een familiebedrijf daarentegen heeft men vaak nog andere doelstellingen, zoals de overleving op lange termijn en de overdracht van het bedrijf aan toekomstige generaties (Berrone et al., 2012; Gómez-Mejía et al., 2007; Gómez-Mejía et al., 2011; González et al., 2013). Gómez-Mejía et al. (2011) geven drie aspecten waarbij de keuzes of beslissingen kunnen verklaard worden door het streven naar behoud van socio-emotionele rijkdom en een onderscheid gemaakt kan worden tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Ten eerste is er de keuze voor de opvolging. In familiebedrijven is de groep waaruit men kan kiezen vaak beperkter omdat men de voorkeur geeft aan een familielid, zelfs als er betere kandidaten zijn. De belangrijkste reden hiervoor is het behouden van de controle. Een tweede onderscheid kan gemaakt worden op basis van de professionalisering in het bedrijf. Professionalisering gaat zowel over het aannemen van externe specialisten en managers als het invoeren van formele managementstructuren. Familiebedrijven zijn over het algemeen minder bereid om het bedrijf te professionaliseren. Ook hiervoor is behoud

van controle weer een belangrijke reden. Het management van human resources is een derde manier om een onderscheid te maken. Familiebedrijven zijn minder formeel in hun personeelsbeleid dan niet-familiebedrijven. Zij leggen meer nadruk op informele trainingen en hechten een groter belang aan niet-monetaire beloningen. Het behoud van de socio-emotionele rijkdom is ook hier de reden voor dit beleid. Door de informele relaties wordt een familiale omgeving gecreëerd in het bedrijf waardoor werknemers zich sterker met het bedrijf gaan identificeren en loyaler zijn ten opzichte van de familie.

Familiebedrijven mogen niet als één grote groep bekeken worden. Het is belangrijk de heterogeniteit binnen de groep van familiebedrijven in rekening te brengen (Stockmans, Lybaert, & Voordeckers, 2010). Niet alle familiebedrijven kiezen bijvoorbeeld voor familiale opvolgers. Wanneer ouders zelf het bedrijf geërfd hebben en dit zien als een zware last, dan willen ze hun kinderen mogelijk hiervan sparen. Een andere reden voor het kiezen van niet-familiale opvolgers is dat de ouders het bedrijf zien als een kostbaar bezit en ze de familiale opvolgers niet bekwaam achten dit bezit in stand te houden (Lansberg & Astrachan, 1994). Daarnaast staan niet noodzakelijk alle familiebedrijven afkerig ten opzichte van professionalisering in het familiebedrijf en zijn niet alle familiebedrijven minder formeel in hun personeelsbeleid. Binnen de groep van familiebedrijven kan een onderscheid gemaakt worden op basis van het belang dat gehecht wordt aan de niet-financiële aspecten, de socio-emotionele rijkdom. Deze is bijvoorbeeld afhankelijk van de generatie die het bedrijf in handen heeft. Een familiebedrijf dat bestuurd wordt door de eerste generatie zal meer belang hechten aan de socio-emotionele rijkdom, zoals bijvoorbeeld het behouden van de controle over het bedrijf, dan een familiebedrijf dat eigendom is van opvolgende generaties. Wanneer meer generaties betrokken worden bij het familiebedrijf, dan worden de familiebanden zwakker, stijgt het risico op conflicten binnen de familie en is de eigendom meer verspreid waardoor meer familieleden passief betrokken zijn bij het bedrijf. De focus, die bij de eerste generatie voornamelijk gericht is op de socio-emotionele rijkdom, verschuift bij latere generaties naar een gedeelde focus op socio-emotionele rijkdom en bedrijfsprestatie (Gómez-Mejía et al., 2007; Stockmans, Lybaert, & Voordeckers, 2010).

Het streven naar socio-emotionele rijkdom zal volgens Schulze et al. (2001) niet enkel agency problemen vermijden, maar ook nieuwe agency problemen creëren. Niet-economische doelstellingen zijn niet noodzakelijk gelijk onder de verschillende belanghebbenden. Dit in tegenstelling tot een bedrijf waarin de enige doelstelling van de aandeelhouders winstmaximalisatie is. De verschillende niet-economische doelstellingen in een familiebedrijf kunnen ertoe leiden dat men een verschillende voorkeur heeft voor groei en risico. Daarnaast kunnen beslissingen genomen worden in functie van het belang van de socio-emotionele rijkdom of de familie, maar dragen deze beslissingen niet noodzakelijk bij aan het economisch belang van het bedrijf.

2.5. Risicoaversie in familiebedrijven

Het nastreven van niet-financiële doelstellingen of socio-emotionele rijkdom bevat het best de eigenheid van een familiebedrijf en helpt de verschillen in managementkeuzes te verklaren.

Familiebedrijven worden over het algemeen gezien als meer risicoavers in het nemen van beslissingen dan niet-familiebedrijven. De verklaring hiervoor is het streven naar behoud van socio-emotionele rijkdom. Hoewel het nemen van risico's de prestatie van het bedrijf kan verbeteren, vormt dit een bedreiging voor de socio-emotionele rijkdom van de familie. Het vergroot immers de kans op falen en brengt de overdracht van het bedrijf naar de volgende generaties in gevaar (Gómez-Mejía et al., 2011; Hiebl, 2013). Door de risicoaversie gaan familiebedrijven minder langetermijninvesteringen aan, internationaliseren ze minder, doen ze minder aan outsourcing van productieactiviteiten en hebben ze minder schulden dan niet-familiebedrijven (Breton-Miller, Miller, & Lester, 2011; Hiebl, 2013; Mishra & McConaughy, 1999; Welsh & Zellweger, 2010).

Gómez-Mejía et al. (2007) spreken tegen dat een familiebedrijf enkel risicoavers zou zijn. Ze geven aan dat een familiebedrijf zowel bereid is risico te nemen als risicoavers kan zijn op hetzelfde moment. De socio-emotionele rijkdom speelt hierin een belangrijke rol, het effect op de prestatie van het bedrijf is van minder belang. Het verlies van socio-emotionele rijkdom vormt het primaire referentiepunt voor het maken van beslissingen in een familiebedrijf. Men is voornamelijk risicoavers ten opzichte van risico's die de socio-emotionele rijkdom kunnen aantasten. Daarentegen is men in een familiebedrijf bereid significante risico's te aanvaarden die negatieve gevolgen kunnen hebben voor de prestatie als op deze manier de socio-emotionele rijkdom behouden blijft. Eigenaars van een familiebedrijf zijn bijvoorbeeld bereid een deel van de bedrijfsprestatie op te offeren als ze hierdoor de controle over het bedrijf kunnen behouden (Berrone et al., 2012; Gómez-Mejía et al., 2007).

Families kunnen het risico in het bedrijf reduceren door het nastreven van een kapitaalstructuur die een lage kans op een faillissement geeft en door de investeringsbeslissingen van het bedrijf te beïnvloeden (Anderson & Reeb, 2003). Ten eerste kan in een familiebedrijf het controlerisico of financieel risico gereduceerd worden. Dit is het risico om de controle over het bedrijf te verliezen doordat te veel schulden worden aangegaan. Het controlerisico stijgt als de schulden stijgen omdat meer schulden gepaard gaan met een grotere kans op faillissement. Wanneer een bedrijf in financiële moeilijkheden geraakt omdat het niet tijdig kan voldoen aan de betaling aan schuldeisers of één van de voorwaarden van de schuld niet wordt nageleefd, dan kan de familie de controle over het bedrijf verliezen (Jensen & Meckling, 1976; Mishra & McConaughy, 1999; Welsh & Zellweger, 2010). Uit verschillende wetenschappelijke artikels blijkt dat familiebedrijven een lager schuldniveau verkiezen dan niet-familiebedrijven. Schulden bedreigen immers de overleving van het bedrijf (Hiebl, 2013; Mishra & McConaughy, 1999).

Schulze, Lubatkin en Dino (2003a) tonen aan dat de manier waarop de aandelen verdeeld zijn onder de familieleden een invloed heeft op de beslissingen die worden genomen zoals het gebruik van schulden. Het eigendom van een familiebedrijf doorloopt meestal drie stadia. In het eerste stadium heeft één persoon, de oprichter, een groot deel van de aandelen in zijn bezit. In een volgende fase zijn de aandelen relatief gelijk verdeeld over de leden van eenzelfde generatie. In een derde stadium wordt het eigendom verder verdeeld onder de derde en volgende generaties (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003a). Volgens Schulze, Lubatkin en Dino (2003a) zou het gebruik

van schulden het hoogst zijn in het eerste en derde stadium van het eigendom. In de tweede fase, wanneer het eigendom het meest verdeeld is in gelijke delen, is het gebruik van schulden het laagst. In deze fase is men het meest gevoelig voor conflicten en het minst bereid extra risico's te dragen.

Het beïnvloeden van de investeringsbeslissingen van het bedrijf is een andere manier om het risico te reduceren (Anderson & Reeb, 2003). Een investeringsbeslissing zou enkel afhankelijk mogen zijn van de netto contante waarde en het overeenstemmende risico-rendement profiel. In een familiebedrijf worden, in tegenstelling tot de beslissingen van de eigenaar van een niet-familiebedrijf, de investeringsbeslissingen beïnvloed door individuele gedragingen en voorkeur van de familiale eigenaar. De reden hiervoor is de vage grens die vaak bestaat tussen de financiën van het bedrijf en de persoonlijke financiën. Een gefaalde investering heeft zware gevolgen, zowel financieel als voor de reputatie van de eigenaar van het familiebedrijf. Daarnaast worden de beslissingen van de eigenaars van een familiebedrijf beïnvloed door persoonlijke redenen omdat ze emotioneel betrokken zijn bij het bedrijf (Welsh & Zellweger, 2010).

2.6. Familiecohesie

Een familie is een sociaal systeem dat bestaat om te zorgen voor de noden van zijn leden. Het systeem wordt samengehouden door de emotionele binding, de verantwoordelijkheidszin en de loyaliteit naar het familiesysteem (Kepner, 1983). De emotionele binding die familieleden hebben ten opzichte van elkaar is de familiecohesie. De focus hierbij ligt op de manier waarop familiesystemen balanceren tussen de individualiteit van de familieleden en de samenhang van de familie (Lansberg & Astrachan, 1994; Olson, 2000). De cohesie binnen een familie helpt het functioneren van de familie te verklaren (Björnberg & Nicholson, 2007). Olson (2000) onderscheidt vier verschillende niveaus van familiecohesie, reikende van een zeer lage tot een zeer hoge cohesie binnen de familie.

Het eerste niveau van familiecohesie is *disengaged*. Op dit niveau is er zeer weinig cohesie binnen de familie en dus geen betrokkenheid bij en toewijding aan de familie. Individuen doen hun eigen ding, tijd wordt niet samen gependend en interesses worden niet gedeeld. Men kan niet op elkaar rekenen voor steun of hulp bij het oplossen van problemen. Deze sterke individualiteit gaat ten koste van het familiesysteem (Kepner, 1983; Olson, 2000). Door de zeer lage cohesie primeert het eigenbelang, is men gevoeliger voor relationele conflicten en kan fragmentatie veroorzaakt worden. Relationele conflicten worden gekenmerkt door een emotionele component zoals frustratie, woede en wraak. Negatieve emoties kunnen optreden tijdens of na het conflict. Daarnaast belemmeren relationele conflicten de positieve effecten van taak- en procesconflicten. Taakgerichte conflicten zijn conflicten over de doelen en strategieën van het bedrijf. Procesgerichte conflicten worden gekenmerkt door onenigheid over de manier waarop het werk moet worden uitgevoerd en familieleden moeten worden ingezet. Deze conflicten komen vaak voor in familiebedrijven door de hoge nood aan het efficiënt gebruiken van de talenten van familieleden. Deze zijn in het bedrijf tewerkgesteld omwille van hun familiale band en niet noodzakelijk omwille van hun opleiding en ervaring. Gemiddelde niveaus van zowel taakgerichte

als procesgerichte conflicten dragen op een positieve manier bij aan de werking van de groep en de prestatie van het bedrijf. Het in vraag stellen van ideeën verbetert de kwaliteit van de beslissingen. Door de relationele conflicten worden echter ideeën van andere familieleden tegengewerkt, wordt vooral gestreefd naar meer persoonlijke macht en ligt de focus op het conflict in plaats van op het bedrijf. Deze conflicten hebben een negatief effect op de werking van het team. Hierdoor kunnen problemen ondervonden worden bij het vervullen van taken en het bereiken van doelstellingen. Door de vele conflicten kan het familiebedrijf ervan weerhouden worden beslissingen, en dus risico, te nemen (Björnberg & Nicholson, 2007; Ensley & Pearson, 2005; Kellermanns & Eddleston, 2004).

Het tweede en derde niveau van familiecohesie zijn het *separated* en *connected* niveau. Deze niveaus worden gezien als de gebalanceerde niveaus van familiecohesie omdat individuen in staat zijn een balans te vinden tussen onafhankelijkheid van en verbondenheid aan de familie (Olson, 2000). Mensen ontwikkelen zich immers het best wanneer ze zich dicht bij anderen voelen die belangrijk voor hen zijn, maar toch een vrijheid ervaren om onafhankelijk dingen te creëren en te ontdekken (Barber & Buehler, 1996). Op het *separated* niveau is er een lage tot gemiddelde cohesie binnen de familie. Men is verbonden aan de familie maar de nadruk ligt bij dit niveau op de onafhankelijkheid van het individuele familielid. Deze is echter niet zo extreem als op het niveau van *disengaged*. De tijd wordt voornamelijk apart gespendeerd, maar toch spendeert men ook bepaalde tijd samen, worden gezamenlijk beslissingen genomen en vindt men steun bij elkaar. Op het *connected* niveau is de cohesie gemiddelde tot hoog. Er is ruimte voor niet gedeelde interesses of activiteiten, maar de focus ligt vooral op de verbondenheid aan de familie. Het is belangrijker om tijd samen te spenderen dan apart (Lansberg & Astrachan, 1994; Olson, 2000).

Op beide gebalanceerde niveaus is men in staat duidelijke grenzen te bewaren tussen de familie en het bedrijf waardoor de kans verkleint dat relationele conflicten op een ongepaste manier in het bedrijf worden gebracht. De relaties worden gekenmerkt door open en eerlijke communicatie en relevante informatie wordt met elkaar gedeeld (Lansberg & Astrachan, 1994). Bij het nemen van beslissingen worden op deze manier het aantal opties verhoogd en wordt vermeden dat te snel conclusies getrokken worden (Kellermanns & Eddleston, 2004). Door een verbeterde beslissingskwaliteit en duidelijke grenzen te bewaren tussen de familie en het bedrijf, zouden we kunnen verwachten dat families met een gebalanceerde cohesie meer en beter overwogen risico's nemen dan families waarin het niveau van cohesie als één van de extremen kan gedefinieerd worden. Hoewel zij door de binding tussen de familieleden belang hechten aan de socio-emotionele rijkdom van het familiebedrijf en deze willen behouden, zullen ze waarschijnlijk begrijpen dat het hiervoor noodzakelijk is risico te nemen. Ondernemerschap is essentieel in een bedrijf om competitief te blijven en het bedrijf over te leveren aan de volgende generaties. Om ondernemerschap te promoten zijn risicovolle investeringen nodig (Cabrera-Suarez et al., 2014; Gómez-Mejía et al., 2007; Zahra, 2005).

Enmeshed is het laatste niveau van familiecohesie. Op dit niveau is de cohesie zeer hoog. Er is geen ruimte voor onafhankelijkheid of privacy. De familieleden zijn sterk gefocust op de familie en

heel afhankelijk van elkaar. De individuele familieleden hebben weinig interesses of vrienden buiten de familie, alles wordt gedeeld met elkaar (Olson, 2000). *Enmeshment* is geen element van ondersteunende relaties. Het is een controlerende en beperkende factor die individuele autonomie verhindert (Barber & Buehler, 1996). Hierdoor kunnen de familieleden zich niet ontplooiën tot onafhankelijke en bekwame volwassenen. Binnen de familie kan men een druk ervaren die ervoor moet zorgen dat iedereen op dezelfde manier denkt (Kepner, 1983). Daarnaast is de kans groter dat de omgeving op afstand gehouden wordt en is het minder waarschijnlijk dat extern advies of meningen van niet-familieleden gehoord worden bij het nemen van beslissingen. Er is dus een gebrek aan openheid voor andere meningen en te veel consensus binnen de familie (Björnberg & Nicholson, 2007; Olson, 2000). Op deze manier worden niet enkel de negatieve effecten van conflicten vermeden, het risico dat de groep verscheurd wordt, maar ook de positieve effecten, een verbeterde beslissingskwaliteit. Te weinig taakconflicten kunnen bijvoorbeeld tot gevolg hebben dat het bedrijf stagneert en er een gebrek is aan de ontwikkeling van nieuwe strategieën. Het bedrijf heeft moeilijkheden om haar strategieën en doelstellingen aan te passen aan de nieuwe omgeving en planning voor de toekomst (Kellermanns & Eddleston, 2004).

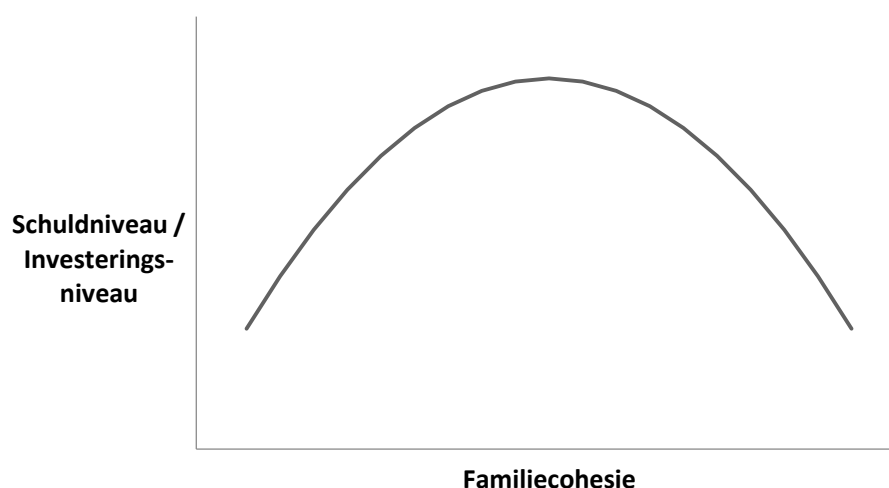
Daarnaast leidt een hogere cohesie tot een sterkere identificatie van de familieleden met het bedrijf. Deze zorgt op haar beurt ervoor dat meer belang wordt gehecht aan de socio-emotionele rijkdom (Cabrera-Suarez et al., 2014). Het verlies van socio-emotionele rijkdom vormt het primaire referentiepunt voor het maken van beslissingen. Door de sterke binding tussen de familie en het bedrijf, worden de investeringen in het bedrijf sterk beïnvloed door de persoonlijke voorkeur van de beslissingsnemer, de familiale manager. Deze is risicoavers ten opzichte van risico's die de socio-emotionele rijkdom zouden kunnen aantasten. Bij het maken van een beslissing wordt veel meer belang gehecht aan het mogelijke verlies, dan aan de mogelijke winst (Gómez-Mejía et al., 2007; Welsh & Zellweger, 2010). Het maken van een risicovolle investering zou de overleving en de reputatie van het bedrijf in gevaar kunnen brengen (Hiebl, 2013). Daarnaast is blijvende familiale controle over het bedrijf vereist om de familiale socio-emotionele rijkdom te bewaren. De familie wil absoluut de controle over het bedrijf behouden, zelfs als dit betekent dat het bedrijf hierdoor slechter presteert (Gómez-Mejía et al., 2007).

Anderson en Reeb (2003) geven aan dat families het risico in een bedrijf kunnen reduceren door zowel het beïnvloeden van de investeringsbeslissingen als het nastreven van een kapitaalstructuur die een lage kans op een faillissement geeft. Wanneer de cohesie zeer hoog of zeer laag is, verwachten we dat weinig geïnvesteerd wordt en weinig schulden worden aangegaan door invloed van de familie. Bij een zeer hoge cohesie zou dit kunnen verklaard worden door de te sterke focus op het behoud van socio-emotionele rijkdom en controle over het bedrijf. Bij een zeer lage cohesie zouden de conflicten, die ertoe kunnen leiden dat geen beslissingen genomen worden, een mogelijke verklaring kunnen zijn. Bij een gebalanceerd niveau van cohesie verwachten we dat meer geïnvesteerd wordt en meer schulden worden aangegaan, dan op de andere niveaus. Hoewel ook zij waarschijnlijk waarde hechten aan de socio-emotionele rijkdom van het bedrijf, verwachten we dat zij het belang van risico nemen voor het bedrijf zullen inzien.

Grafisch kan deze voorspelde relatie weergegeven worden zoals in figuur 2. Het schuldniveau is laag wanneer de familiecohesie zeer laag is. Vervolgens stijgt het schuldniveau als ook de cohesie toeneemt en meer gebalanceerd wordt. Wanneer de familiecohesie echter blijft toenemen, dan zal het schuldniveau terug beginnen afnemen omdat de cohesie te sterk wordt. Familiecohesie heeft dus een positieve invloed op schuldniveau, wanneer de familiecohesie zich bevindt tussen een zeer laag en een gebalanceerd niveau en familiecohesie heeft een negatieve invloed op schuldniveau, wanneer de familiecohesie zich bevindt tussen een gebalanceerd en een zeer hoog niveau. Eenzelfde redenering geldt voor het investeringsniveau. Dit leidt tot volgende hypothesen:

Hypothese 1a: De relatie tussen familiecohesie en het schuldniveau van het familiebedrijf is een omgekeerd U-vormig verband.

Hypothese 1b: De relatie tussen familiecohesie en het investeringsniveau van het familiebedrijf is een omgekeerd U-vormig verband.



Figuur 2: U-vormig verband familiecohesie en schuldniveau/investeringsniveau

2.7. De raad van bestuur in familiebedrijven

De agency problemen die ontstaan door de scheiding van eigendom en controle kunnen gereduceerd worden door het scheiden van beslissingsmanagement en beslissingscontrole. Eén van de manieren om deze scheiding in te voeren is de raad van bestuur. Een raad van bestuur is een groep van personen aan de top van de organisatie die verantwoordelijk zijn voor het bekrachtigen en controleren van de belangrijkste beslissingen van het topmanagement en voor het aanwerven, ontslaan en belonen van het topmanagement (Fama & Jensen, 1983a; Fama & Jensen, 1983b). Controle van het management door de raad van bestuur is belangrijk omwille van de mogelijke kosten die het bedrijf oploopt wanneer managers het eigenbelang laten primeren boven het belang van de aandeelhouders (Hillman & Dalziel, 2003). Bij afwezigheid van de controlerol door de raad van bestuur kunnen managers hun positie gebruiken om het eigenbelang te dienen (Gómez-Mejía et al., 2011). Naast het controleren van het management in het belang van de aandeelhouders, kan de raad van bestuur nog andere functies vervullen. Zij

kan bijvoorbeeld inputfactoren zoals legitimiteit en advies bezorgen aan het management (Hillman & Dalziel, 2003).

In een familiebedrijf kan de raad van bestuur op verschillende manieren worden samengesteld. Het bedrijf kan een raad van bestuur verkiezen voornamelijk bestaande uit externe, objectieve, bedrijfsgeoriënteerde bestuurders die de richting en beslissingen in het bedrijf sterk beïnvloeden. Een alternatief is een raad van bestuur die zowel bestaat uit familieleden als een aantal externe bestuurders. Deze laatste geven advies aan de familie en bemiddelen bij familiale conflicten (Ward & Handy, 1988). Algemeen wordt aangenomen dat de eigenaars van een familiebedrijf externe leden in de raad van bestuur nodig hebben om gevarieerder en objectiever advies te krijgen (Hoy & Verser, 1994). Als laatste kan de raad van bestuur ook enkel zijn samengesteld uit familieleden die de richting en het beleid van het bedrijf bepalen zonder enige invloed van externe bestuurders (Ward & Handy, 1988).

Door de sterke concentratie van eigendom heeft de familie een grote macht om de raad van bestuur samen te stellen naar haar eigen wensen. Zij zal kiezen voor bestuursleden die actief de strategische beslissingen steunen die leiden tot behoud van socio-emotionele rijkdom of hier tenminste niet tegen ingaan. Daarnaast ziet de familie de raad van bestuur voornamelijk als een middel dat de nodige legitimiteit in het bedrijf moet brengen. De raad van bestuur wordt gebruikt om aan de buitenwereld te tonen dat het familiebedrijf goed bestuurd wordt (Gómez-Mejía et al., 2011; Jones, Makri, & Gómez-Mejía, 2008). Voordeckers, Van Gils en Van den Heuvel (2007) tonen aan dat de samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de doelstellingen van het familiebedrijf. Een focus die sterk gericht is op het behoud van socio-emotionele rijkdom heeft een negatieve invloed op het aanstellen van externe bestuurders in de raad van bestuur. De betrokkenheid van externen in het beslissingsproces kan gezien worden als een verlies van controle. Het creëert een opportuniteit om beslissingen te nemen die de normale, familiale communicatiekanalen omzeilen (Jones, Makri, & Gómez-Mejía, 2008). Wanneer meer gefocust wordt op de bedrijfsdoelstellingen in het familiebedrijf, dan is het waarschijnlijker dat externe bestuurders aangesteld zullen worden (Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007).

De samenstelling van de raad van bestuur in een familiebedrijf heeft een invloed op de prestatie van het bedrijf. Familiebedrijven met weinig onafhankelijke bestuurders presteren significant slechter dan niet-familiebedrijven. De meest waardevolle familiebedrijven zijn deze waarin onafhankelijke bestuursleden de vertegenwoordiging van de familie in de raad van bestuur compenseren. Te veel representatie van de familie in de raad van bestuur verhoogt de kans dat de familie het vermogen uit het bedrijf haalt in het eigen voordeel. Een dergelijke raad van bestuur is minder effectief in het controleren van het management. Anderzijds kan te weinig familiale vertegenwoordiging in de raad van bestuur de effectieve werking ervan hinderen. Externe bestuursleden missen bedrijfsspecifieke kennis die insiders wel bezitten en ze reduceren de interactie en communicatie tussen de bestuursleden en de familie. Dit kan leiden tot het maken van slechtere beslissingen. Een raad van bestuur gedomineerd door externe bestuurders is dus minder effectief in het voorzien van advies aan het management (Anderson & Reeb, 2004; Hillman & Dalziel, 2003; Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007).

De taken van de raad van bestuur worden meestal ingedeeld door een onderscheid te maken tussen de dienstverlenende taken en de controlegerichte taken van de bestuurders (Forbes & Milliken, 1999 in Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009; Hillman & Dalziel, 2003). Tot de dienstverlenende taken behoren onder andere het geven van advies en deelname aan het strategisch proces van het bedrijf. Door advies te verlenen helpt de raad van bestuur het management met het maken van betere beslissingen. De ervaring van de bestuurders, hun bekwaamheid en het brengen van verschillende standpunten draagt bij tot de discussie over een beslissing (Huse, 2005; Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009). Deze taak van de raad van bestuur zou mogelijk kunnen voorkomen dat in een familiebedrijf waarin het cohesieniveau zeer hoog is, te snel beslissingen worden genomen. De raad van bestuur zou het streven naar consensus en de druk die de familieleden ervaren om op dezelfde manier te denken, kunnen doorbreken. Daarnaast heeft de raad van bestuur controlegerichte taken. Hiertoe behoren het controleren van het gedrag van het topmanagement, het controleren van de financiële prestatie van het bedrijf en het controleren en evalueren van de strategische beslissingen die genomen worden (Huse, 2005; Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009). Door de controlerol te vervullen kan de raad van bestuur de agency problemen die voorkomen in een familiebedrijf verminderen (Hillman & Dalziel, 2003; Schulze et al., 2001). Wanneer de cohesie zeer hoog is, dan zou ze kunnen voorkomen dat te sterk gefocust wordt op de socio-emotionele rijkdom en daarom het bedrijfsrisico gereduceerd wordt. Wanneer de cohesie zeer laag is, dan zou de raad van bestuur de belangen van de verschillende familieleden kunnen beschermen en kunnen voorkomen dat de familiale manager het eigenbelang laat primeren. Naast het verlenen van advies en het controleren van de agency problemen in het familiebedrijf, kan de externe bestuurder de rol van scheidsrechter vervullen bij moeilijkheden of conflicten tussen familieleden in het familiebedrijf. De raad van bestuur kan het conflict niet stoppen, ze kan wel voorkomen dat een onherstelbare kloof in de familie ontstaat en het bedrijf stagneert. Dit doet ze door ruimte voor discussie te creëren. De familieleden kunnen elkaar zo overtuigen zonder gezichtsverlies te lijden (Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007; Whisler, 1988). Wanneer de cohesie zeer laag is in het familiebedrijf, dan zou de raad van bestuur op deze manier ervoor kunnen zorgen dat conflicten opgelost geraken en beslissingen, en dus risico, genomen wordt.

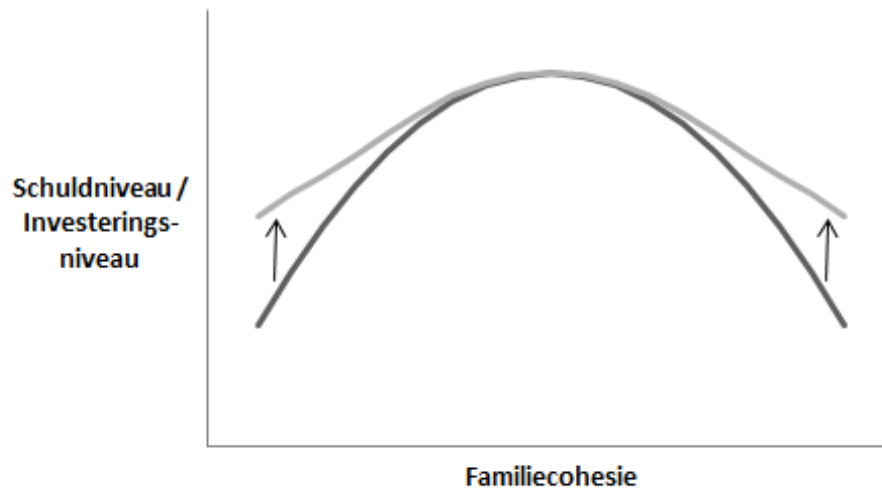
De verwachte invloed van de advies- en controletaak van de raad van bestuur op de relatie tussen familiecohesie en schuldniveau of investeringsniveau wordt grafisch weergegeven in figuur 3. We verwachten dat de beide taken van de raad van bestuur ervoor zullen zorgen dat het schuldniveau en het investeringsniveau stijgen bij zowel een zeer lage als een zeer hoge cohesie. Door de invloed van de advies- en controletaak van de raad van bestuur verkleint het verschil in schuldniveau of investeringsniveau tussen familiebedrijven met een extreem niveau van familiecohesie en deze met een gebalanceerd niveau van familiecohesie. De omgekeerde U-vormige curve uit figuur 2 wordt dus afgevlakt. Dit leidt tot volgende hypothesen:

Hypothese 2a: De relatie tussen familiecohesie en het schuldniveau van het familiebedrijf wordt afgevlakt door de adviestaak van de raad van bestuur.

Hypothese 2b: De relatie tussen familiecohesie en het investeringsniveau van het familiebedrijf wordt afgevlakt door de adviestaak van de raad van bestuur.

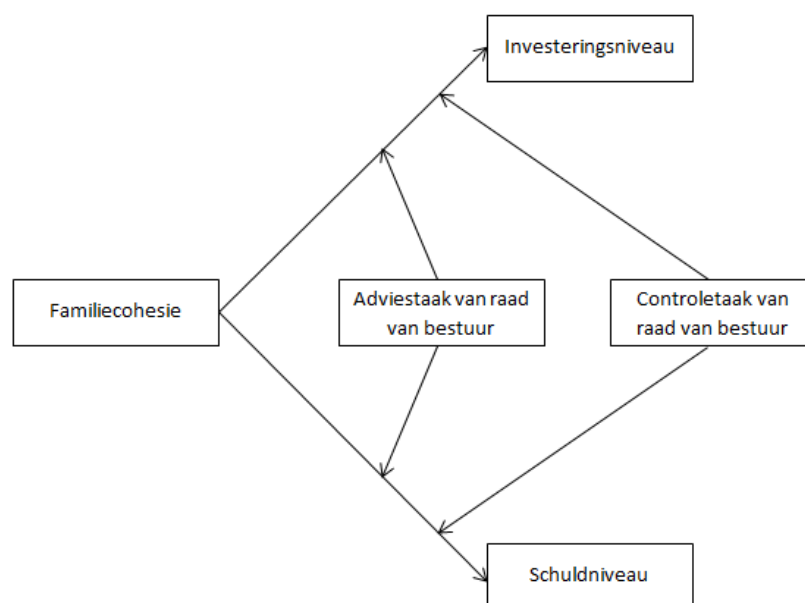
Hypothese 2c: De relatie tussen familiecohesie en het schuldniveau van het familiebedrijf wordt afgevlakt door de controletaak van de raad van bestuur.

Hypothese 2d: De relatie tussen familiecohesie en het investeringsniveau van het familiebedrijf wordt afgevlakt door de controletaak van de raad van bestuur.



Figuur 3: Invloed van de taken van de raad van bestuur op de relatie tussen familiecohesie en schuldniveau/investeringsniveau

De verschillende hypothesen die in deze masterproef zullen getest worden, worden visueel voorgesteld in volgend conceptueel model:



Figuur 4: Conceptueel model

3. Methodologie

3.1. Data

De hypothesen zullen empirisch getest worden aan de hand van een dataset rond Belgische private familiebedrijven. Deze dataset werd samengesteld door gegevens met betrekking tot familiecohesie en de taken van de raad van bestuur te linken aan de financiële gegevens van familiebedrijven die relevant zijn voor de analyse. Dr. Maarten Corten verzamelde in functie van ander onderzoek data rond familiecohesie en de taken van de raad van bestuur. In februari 2015 verzond hij een online enquête naar grote, private ondernemingen in België en vroeg aan de CEO om deze enquête in te vullen. Grote ondernemingen in België zijn ondernemingen met een jaargemiddelde van personeelsbestand van meer dan 100 werknemers of ondernemingen die minstens twee van volgende drie criteria overschrijden: een jaargemiddelde van personeelsbestand van meer dan 50 werknemers, een jaaromzet (exclusief BTW) van meer dan 7 300 000 euro of een balanstotaal van meer dan 3 650 000 euro (artikel 15 van het Wetboek van Vennootschappen). De enquête werd niet verstuurd naar ondernemingen die deel uitmaken van de financiële dienstensector volgens de Bel-first database van Bureau Van Dijk (Corten, Steijvers, & Lybaert, 2017).

Dr. Corten verstuurde de enquête naar 8662 ondernemingen en ontving een antwoord van 740 bedrijven. Dit komt overeen met een responspercentage van 8,5%. Deze dataset bevat echter zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven. Om te komen tot een dataset van enkel private familiebedrijven, werden de bedrijven geselecteerd waarin de grootste familie meer dan 50% van de aandelen bezit en/of de CEO het bedrijf ziet als een familiebedrijf (Dyer, 2003; Westhead en Cowling, 1998). Dit resulteerde in een dataset van 390 bedrijven. In deze masterproef zal cohesie gemeten worden aan de hand van de *Family Cohesion Scale* van Olson (2000). Omdat deze schaal werkt via zelfrapportage, werden enkel de bedrijven geselecteerd waarin de bedrijfsleider deel uitmaakt van de familie. De dataset werd nu herleid tot 232 bedrijven. Als laatste werden de bedrijven verwijderd met ontbrekende waarden. Dit resulteerde in een finale dataset van 134 bedrijven. Vervolgens werden deze data gelinkt aan de financiële gegevens die verzameld werden uit de Bel-first database (Bureau Van Dijk). Dit is een databank met financiële gegevens in gedetailleerd formaat van alle Belgische ondernemingen met neerleggingsplicht.

3.2. Variabelen

3.2.1. Afhankelijke variabelen

De afhankelijke variabele risico zal in deze masterproef op twee verschillende manieren worden gemeten. Ten eerste zal risico worden bepaald aan de hand van het schuldniveau. Reeds verschillende studies hebben hiervan gebruik gemaakt om risicogedrag binnen de groep van familiebedrijven te bepalen (González et al., 2013; Jiang et al., 2015). Schulden doen het controlerisico stijgen door de hogere kans op faillissement die gepaard gaat met hogere schulden (Anderson & Reeb, 2003; Mishra & McConaughy, 1999). In deze masterproef is de variabele SCHULDNIIVEAU de verhouding van het vreemd vermogen tot de totale activa. Dit is de meest

gebruikte maatstaf voor schuldniveau en geeft een benadering voor hetgeen dat overblijft voor de aandeelhouders in geval van liquidatie (González et al., 2013; Rajan & Zingales, 1995).

Een tweede manier om risico te bepalen is op basis van het investeringsniveau. Investeringsniveau zijn risicovol omdat de duur en *payoff* ervan onzeker zijn (Zahra, 2005). Een gevolg van de risicoaversie is dat men investeringen zal vermijden waarvan de winstgevendheid onzeker is. Men zal enkel voor investeringen kiezen waarvan men zeker is dat het verwacht rendement voldoende hoog is. Het investeringsniveau zal lager zijn omdat minder projecten aan deze eisen voldoen. De variabele *INVESTERINGSNIVEAU* wordt in deze masterproef gemeten door de verhouding van materiële vaste activa tot totale activa (Hilary & Hui, 2009; Jiang et al., 2015).

In de literatuur worden ook kosten van onderzoek en ontwikkeling gebruikt om het risicogedrag van een onderneming vast te stellen (González et al., 2013; Hiebl, 2013; Jiang et al., 2015). Hoewel kosten van onderzoek en ontwikkeling een goede maatstaf zijn om risico te bepalen, zullen deze niet gebruikt worden in deze masterproef. Het is immers niet mogelijk om deze voor alle bedrijven uit de dataset te bepalen. De dataset dateert van februari 2015. Tot 31 december 2015 was het voor niet-beursgenoteerde bedrijven in België mogelijk om kosten van onderzoek en ontwikkeling te activeren, mits strikte voorwaarden. Dit was echter geen verplichting. Het is dus mogelijk dat bepaalde bedrijven deze kosten niet hebben geactiveerd en rechtstreeks hebben opgenomen in hun resultatenrekening (artikel 95, §1 van het koninklijk besluit tot uitvoering van het wetboek van vennootschappen; Van Hulle, Lybaert, & Maes, 2015).

3.2.2. Onafhankelijke variabele

De variabele *COHESIE* werd gemeten aan de hand van de *Family Cohesion Scale* van Olson (2000), dat deel uitmaakt van de *FACES* vragenlijst. Hoewel deze schaal werkt via zelfrapportage, is het een van de weinig beschikbare maatstaven voor familiegedrag die statistisch betrouwbaar en valide is (Green, Kolevzon & Vosler, 1985, Olson, 1986, Olson et al. 1988, in Lansberg & Astrachan, 1994). Aan de respondenten werd gevraagd 21 stellingen te beoordelen. Deze stellingen zijn terug te vinden in bijlage 1. Voor elke stelling werd gevraagd op een vijfpunten Likertschaal aan te duiden in welke mate men akkoord ging met de stelling. De 21 stellingen kunnen vervolgens onderverdeeld worden in drie groepen van telkens zeven stellingen. Elke groep komt overeen met een van de drie cohesieniveaus, namelijk *disengaged*, *balanced* of *enmeshed*. Door de score voor de verschillende stellingen van elke groep op te tellen, wordt de score per cohesieniveau bepaald. De score voor *disengaged*, *balanced* en *enmeshed* geeft telkens aan in welke mate het cohesieniveau respectievelijk zeer laag, matig laag of matig hoog en zeer hoog is. De algemene score voor cohesie wordt vervolgens bepaald door de score voor *balanced* op te tellen bij deze voor *enmeshed* en hiervan de score voor *disengaged* af te trekken (Corten, Steijvers, & Lybaert, 2017; Olson, 2000).

Vervolgens zal een aangepaste cohesiescore gebruikt worden. Bij de bepaling van *COHESIE* wegen de drie niveaus, *disengaged*, *balanced* en *enmeshed*, elk even zwaar door. De invloed van *disengaged* en *enmeshed* is hierdoor mogelijk te groot. Het zijn beide niet-gebalanceerde niveaus

van familiecohesie die uiteindelijk voor 2/3 de cohesiescore bepalen. De modellen zullen daarom opnieuw geschat worden met een aangepaste cohesiescore. De variabele COHESIE_AANGEPAST wordt berekend aan de hand van volgende formule: $balanced + (enmeshed - disengaged)/2$ (Corten, Steijvers, & Lybaert, 2017).

Als laatste zal enkel de invloed van *balanced* op de afhankelijke variabelen bekeken worden. De theoretische minimumwaarde voor *balanced* is 7 en het theoretisch maximum is 35. Dit gebied wordt in drie ongeveer gelijke groepen verdeeld. Voor elke groep wordt een dummyvariabele gecreëerd. Wanneer de *balanced*-score kleiner of gelijk is aan 15, dan behoort het bedrijf tot de eerste groep en is de dummyvariabele BALANCED_LAAG gelijk aan 1. In alle andere gevallen is deze gelijk aan 0. Eenzelfde principe wordt toegepast voor de dummyvariabele BALANCED_MIDDELMATIG, waarbij de score zich bevindt tussen 16 en 26, en BALANCED_HOOG, waarbij de score groter of gelijk is aan 27.

Om de effectiviteit van de verschillende taken van de raad van bestuur te bepalen, wordt in de literatuur voornamelijk gefocust op de agency theorie en de samenstelling van de raad van bestuur. Andere factoren zoals de toewijding van de bestuursleden blijken echter betere voorspellers te zijn voor de taakprestatie van de raad van bestuur dan de demografische kenmerken (Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009). Daarom werd in deze masterproef de effectiviteit van de verschillende taken van de raad van bestuur rechtstreeks gemeten aan de hand van de meetschaal van Minichilli, Zattoni en Zona (2009). De variabelen ADVIES en CONTROLE meten respectievelijk de effectiviteit van de adviesrol en de effectiviteit van de controlerol van de raad van bestuur. De variabele ADVIES bevat naast het verlenen van advies, ook de deelname aan het strategisch proces van het bedrijf door de bestuursleden. De variabele CONTROLE bevat zowel het controleren van het gedrag van het topmanagement, het controleren van de financiële prestatie van het bedrijf en het controleren en evalueren van de strategische beslissingen die genomen worden (Huse, 2005; Minichilli, Zattoni & Zona, 2009). Aan de respondenten werd gevraagd acht taken rond de adviesrol en zeven taken rond de controlerol te beoordelen op een vijfpunten Likertschaal. De acht taken rond de adviesrol zijn: 'Advies geven over management gerelateerde kwesties', 'Advies geven over wettelijke kwesties', 'Advies geven over financiële kwesties', 'Advies geven over technische kwesties', 'Advies geven over marktgerelateerde kwesties', 'Actief initiëren van strategische voorstellen', 'Actief lange termijn strategische beslissingen nemen' en 'Strategische beslissingen implementeren'. De zeven taken rond de controlerol zijn: 'Actief strategische beslissingen controleren/evalueren', 'Ervoor zorgen dat de bedrijfsactiviteiten goed georganiseerd worden', 'Opstellen van plannen en budgetten voor bedrijfsactiviteiten', 'Op de hoogte blijven van de financiële positie van het bedrijf', 'Opstellen van richtlijnen voor bedrijfsactiviteiten', 'Ervoor zorgen dat de activiteiten goed gecontroleerd worden' en 'Toezicht houden op de bedrijfsleider'. Voor elke taak werd gevraagd aan te duiden in welke mate de raad van bestuur de betreffende taak uitvoert.

3.2.3. Controlevariabelen

Om de hypothesen te testen, moeten mogelijke effecten van andere variabelen gecontroleerd worden. Dit gebeurt aan de hand van enkele controlevariabelen. De eerste controlevariabele is ROA. Dit is de verhouding van de nettowinst tot de totale activa en is een maatstaf voor de winstgevendheid van het bedrijf. Winstgevend bedrijven kunnen meer gebruik maken van interne financieringsmiddelen in plaats van externe schulden. Daarnaast kan de winstgevendheid een indicatie zijn dat men de mogelijkheid heeft om te investeren in materiële vaste activa (Jiang et al., 2015). Vervolgens wordt gecontroleerd voor de sector waarin het familiebedrijf actief is, omdat schuld niveaus variëren tussen de verschillende sectoren (Capon, Farley & Hoenig, 1990, in Welsh & Zellweger, 2010). Hiervoor wordt gebruik gemaakt van vijf dummyvariabelen: PRODUCTIE, CONSTRUCTIE, HANDEL, TRANSPORT en DIENSTEN (Wang & Poutziouris, 2010; Welsh & Zellweger, 2010). De variabele is gelijk aan 1 als het bedrijf tot de betreffende sector behoort. In de andere gevallen is de dummyvariabele gelijk aan 0. De derde controlevariabele is GROOTTE. De grootte van het bedrijf wordt gemeten door het natuurlijk logaritme van het aantal voltijds equivalente werknemers (Zahra, 2005). Grote bedrijven kunnen enerzijds afkerig staan tegenover veranderingen. Het zijn vaak bureaucratische organisaties waarin risico nemen moeilijk is (Sathe, 2003, in Zahra, 2005). Anderzijds hebben grote bedrijven meestal de middelen om risico te nemen in tegenstelling tot de kleinere bedrijven (Wang & Poutziouris, 2010; Zahra, 2005). Een laatste controlevariabele is LEEFTIJD_BEDRIJF. Oudere bedrijven zijn voorzichtiger en meer risicoavers dan jonge bedrijven (Sathe, 2003, in Zahra, 2005).

3.2.4. Modellen

Het testen van de hypothesen gebeurt door het toepassen van multivariate regressieanalyses op de dataset van familiebedrijven. Hiervoor worden zes verschillende regressiemodellen gebruikt. De modellen werden opgesteld aan de hand van het artikel van Haans, Pieters en He (2016). Zij onderzochten op welke manier U-vormige relaties getest moeten worden. Ook het testen van een modererend effect in een U-vormige relatie komt aan bod in hun artikel. Het eerste model wordt gebruikt om de invloed van familiecohesie op het schuld niveau te testen.

$$\begin{aligned} \text{SCHULDNIJVEAU} = & \beta_0 + \beta_1 \text{COHESIE} + \beta_2 (\text{COHESIE})^2 + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{PRODUCTIE} + \beta_5 \\ & \text{CONSTRUCTIE} + \beta_6 \text{HANDEL} + \beta_7 \text{TRANSPORT} + \beta_8 \text{GROOTTE} + \beta_9 \text{LEEFTIJD_BEDRIJF} \\ & + \varepsilon \end{aligned}$$

De invloed van familiecohesie op investeringsniveau wordt getest aan de hand van model 2.

$$\begin{aligned} \text{INVESTERINGSNIJVEAU} = & \beta_0 + \beta_1 \text{COHESIE} + \beta_2 (\text{COHESIE})^2 + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{PRODUCTIE} \\ & + \beta_5 \text{CONSTRUCTIE} + \beta_6 \text{HANDEL} + \beta_7 \text{TRANSPORT} + \beta_8 \text{GROOTTE} + \beta_9 \\ & \text{LEEFTIJD_BEDRIJF} + \varepsilon \end{aligned}$$

De laatste vier modellen worden gebruikt om eerst het modererend effect van de adviestaak van de raad van bestuur te testen en vervolgens het modererend effect van de controletaak. Wanneer

het modererend effect van de adviestaak wordt getest, dan wordt de controlevariabele CONTROLE ingevoegd en omgekeerd.

$$\text{SCHULDNIJVEAU} = \beta_0 + \beta_1 \text{COHESIE} + \beta_2 (\text{COHESIE})^2 + \beta_3 \text{ADVIES} + \beta_4 (\text{ADVIES} * \text{COHESIE}) + \beta_5 (\text{ADVIES} * (\text{COHESIE})^2) + \beta_6 \text{CONTROLE} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{PRODUCTIE} + \beta_9 \text{CONSTRUCTIE} + \beta_{10} \text{HANDEL} + \beta_{11} \text{TRANSPORT} + \beta_{12} \text{GROOTTE} + \beta_{13} \text{LEEFTIJD_BEDRIJF} + \varepsilon$$

$$\text{INVESTERINGSNIJVEAU} = \beta_0 + \beta_1 \text{COHESIE} + \beta_2 (\text{COHESIE})^2 + \beta_3 \text{ADVIES} + \beta_4 (\text{ADVIES} * \text{COHESIE}) + \beta_5 (\text{ADVIES} * (\text{COHESIE})^2) + \beta_6 \text{CONTROLE} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{PRODUCTIE} + \beta_9 \text{CONSTRUCTIE} + \beta_{10} \text{HANDEL} + \beta_{11} \text{TRANSPORT} + \beta_{12} \text{GROOTTE} + \beta_{13} \text{LEEFTIJD_BEDRIJF} + \varepsilon$$

$$\text{SCHULDNIJVEAU} = \beta_0 + \beta_1 \text{COHESIE} + \beta_2 (\text{COHESIE})^2 + \beta_3 \text{CONTROLE} + \beta_4 (\text{CONTROLE} * \text{COHESIE}) + \beta_5 (\text{CONTROLE} * (\text{COHESIE})^2) + \beta_6 \text{ADVIES} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{PRODUCTIE} + \beta_9 \text{CONSTRUCTIE} + \beta_{10} \text{HANDEL} + \beta_{11} \text{TRANSPORT} + \beta_{12} \text{GROOTTE} + \beta_{13} \text{LEEFTIJD_BEDRIJF} + \varepsilon$$

$$\text{INVESTERINGSNIJVEAU} = \beta_0 + \beta_1 \text{COHESIE} + \beta_2 (\text{COHESIE})^2 + \beta_3 \text{CONTROLE} + \beta_4 (\text{CONTROLE} * \text{COHESIE}) + \beta_5 (\text{CONTROLE} * (\text{COHESIE})^2) + \beta_6 \text{ADVIES} + \beta_7 \text{ROA} + \beta_8 \text{PRODUCTIE} + \beta_9 \text{CONSTRUCTIE} + \beta_{10} \text{HANDEL} + \beta_{11} \text{TRANSPORT} + \beta_{12} \text{GROOTTE} + \beta_{13} \text{LEEFTIJD_BEDRIJF} + \varepsilon$$

4. Resultaten

4.1. Beschrijvende statistiek

De bedrijven met een ontbrekende waarde voor minstens een variabele werden reeds uit de dataset verwijderd. Echter werd nog geen rekening gehouden met eventuele uitschieters. Daarom zal de data eerst geanalyseerd worden voor uitschieters, vooraleer wordt overgegaan tot de beschrijvende statistiek en de regressieanalyses. Aan de hand van een boxplot worden voor elke variabele de extreme waarden geïdentificeerd. Dit zijn de waarden die op meer dan 3 keer de interkwartielafstand verwijderd liggen van de box. Vier bedrijven hadden een extreme waarde voor de variabele ROA. Al deze waarden lagen ook op meer dan 2,5 keer de standaardafwijking verwijderd van het gemiddelde (Hair Jr. et al., 2014). Deze vier bedrijven werden uit de dataset verwijderd. De uiteindelijke dataset bestaat hierdoor uit 130 bedrijven.

In tabel 1 wordt een overzicht gegeven van de beschrijvende statistiek per variabele. Voor elke variabele wordt het minimum, het maximum, het gemiddelde, de mediaan en de standaardafwijking weergegeven. Het gemiddeld schuldniveau van de familiebedrijven in de steekproef, de verhouding van vreemd vermogen tot totale activa, bedraagt 0,62. In de steekproef bevinden zich zowel bedrijven met een zeer laag schuldniveau, een verhouding van slechts 0,03 van vreemd vermogen tot totale activa, als met een zeer hoog schuldniveau, een verhouding van 1,02. Het investeringsniveau van de familiebedrijven in de steekproef is gemiddeld 0,21. Dit wil zeggen dat de familiebedrijven in de steekproef gemiddeld 21% van de totale activa geïnvesteerd hebben in materiële vaste activa. Het minimum dat geïnvesteerd werd is 0,1% van de totale activa, het maximum 87%.

De gemiddelde cohesiescore bedraagt 24,8. Het minimum is -4 en het maximum bedraagt 43. De theoretische minimumwaarde voor cohesie bedraagt -21 en de theoretische maximumwaarde is 63 (Corten, Steijvers, & Lybaert, 2017). De gemiddelde adviesscore is 24,7 en de gemiddelde controlescore is 21,2. Voor beide variabelen zijn het minimum en het maximum telkens het theoretische minimum en maximum, zijnde 8 en 40 voor de adviesscore en 7 en 35 voor de controlescore.

Daarnaast bestaan de familiebedrijven in de steekproef gemiddeld 37 jaar, hebben ze gemiddeld een ROA van 4,1% en werken er gemiddeld 73 voltijds equivalente werknemers in het bedrijf. Van de laatste variabele WERKNEMERS wordt het natuurlijk logaritme genomen om te komen tot de controlevariabele GROOTTE. Deze laatste zal gebruikt worden in de analyse.

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan	Standaard -afwijking
SCHULDNIVEAU	130	0,0291	1,0184	0,6160	0,6556	0,20917
INVESTERINGS- NIVEAU	130	0,0011	0,8701	0,2106	0,1500	0,18166
COHESIE	130	-4	43	24,81	26,00	8,245
ADVIES	130	8	40	24,73	25,00	7,321
CONTROLE	130	7	35	21,22	21,00	6,704
ROA	130	-18,80	24,21	4,0592	3,7500	7,25323
WERKNEMERS	130	2	604	73,39	43,00	99,131
LEEFTIJD_BEDRIJF	130	5	87	37,03	33,50	17,902

Tabel 1: Beschrijvende statistiek

In tabel 2 wordt per sector aangegeven hoeveel bedrijven in de steekproef tot de betreffende sector behoren. Uit de frequentietabel blijkt dat in de steekproef de meeste bedrijven behoren tot de handels- en de productiesector. Het minst aantal bedrijven uit de steekproef zijn actief in de transportsector.

SECTOR		
	Frequentie	Percentage
Productie	44	33,85
Constructie	22	16,92
Handel	48	36,92
Transport	6	4,62
Diensten	10	7,69
Total	130	100,00

Tabel 2: Frequentietabel van de sectorvariabelen

Tabel 3 bevat de correlatiematrix voor alle variabelen. Over het algemeen zijn de correlaties niet statistisch significant en zeer laag. De correlaties die hoger zijn en wel statistisch significant zijn, zijn voornamelijk de correlaties tussen een sectorvariabele en een andere (sector)variabele. In twee gevallen bestaat een correlatie tussen variabelen die hoog en statistisch significant is, waarbij geen van beide variabelen een sectorvariabele is. Ten eerste is er een hoge, positieve correlatie tussen de variabelen ADVIES en CONTROLE. Dit zijn de variabelen die de effectiviteit van de taken van de raad van bestuur meten. De hoge correlatie duidt erop dat wanneer de raad van bestuur haar adviesrol effectief vervult, volgens de CEO, zij ook haar controlerol effectief vervult en omgekeerd. De tweede significante correlatie bestaat tussen de variabelen ROA en SCHULDNIVEAU. Deze correlatie is negatief. Dit bevestigt hetgeen reeds werd aangehaald, namelijk dat winstgevende bedrijven meer gebruik kunnen maken van interne financieringsmiddelen in plaats van externe schulden (Jiang et al., 2015). De onafhankelijke variabele COHESIE is zeer weinig gecorreleerd met de afhankelijke variabelen SCHULDNIVEAU en INVESTERINGSNIVEAU. COHESIE is met geen enkele variabele statistisch significant gecorreleerd.

In de modellen die getest zullen worden, zullen slechts vier van de vijf sectordummies als controlevariabele worden opgenomen. Hiermee wordt perfecte multicollineariteit vermeden. Elk bedrijf behoort immers tot één en slechts één sector. Door een dummyvariabele niet op te nemen in de regressie, in dit geval de dummyvariabele DIENSTEN, wordt deze sector als referentiecategorie gebruikt en wordt perfecte multicollineariteit vermeden (Stock & Watson, 2012). Vervolgens werd de *Variance Inflation Factor* voor de variabelen bekeken. Dit is een maatstaf voor multicollineariteit. Algemeen wordt aangenomen dat een waarde groter dan 10 duidt op een probleem in verband met multicollineariteit (Hair Jr. et al., 2014). De hoogste waarde voor de *Variance Inflation Factor* is 4,69. Deze waarde is kleiner dan 10 en duidt aan dat multicollineariteit geen probleem vormt.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) SCHULDNIVEAU	1												
(2) INVESTERINGSNIVEAU	0,074	1											
(3) COHESIE	0,034	0,119	1										
(4) ADVIES	0,154	0,076	0,092	1									
(5) CONTROLE	0,119	0,107	0,094	0,717***	1								
(6) ROA	-0,297***	-0,056	0,057	-0,069	-0,024	1							
(7) PRODUCTIE	-0,206**	0,138	-0,140	-0,054	-0,023	0,067	1						
(8) CONSTRUCTIE	0,144	-0,216**	-0,034	0,025	-0,002	-0,115	-0,323***	1					
(9) HANDEL	0,022	-0,124	0,070	-0,020	0,011	0,064	-0,547***	-0,345***	1				
(10) TRANSPORT	0,040	0,356***	0,077	0,169	0,174**	-0,068	-0,157	-0,099	-0,168	1			
(11) DIENSTEN	0,091	0,004	0,109	-0,037	-0,113	-0,020	-0,206**	-0,130	-0,221**	-0,064	1		
(12) GROOTTE	0,076	0,035	0,038	0,029	-0,006	0,002	0,038	0,132	-0,293***	-0,075	0,336***	1	
(13) LEEFTIJD _BEDRIJF	-0,154	-0,122	-0,115	-0,010	-0,116	-0,002	-0,010	0,060	0,142	-0,177**	-0,183**	-0,003	1

*** Correlatie is significant op het 1%-niveau (tweezijdig)

** Correlatie is significant op het 5%-niveau (tweezijdig)

* Correlatie is significant op het 10%-niveau (tweezijdig)

Tabel 3: Correlatiematrix

4.2. Regressieresultaten

Na het testen van enkele modellen bleek dat de storingsterm niet voor alle modellen constant verdeeld was. De storingsterm was dus heteroskedastisch. Vermits SPSS, het statistisch computerprogramma dat gebruikt werd voor de data-analyse, bij het schatten van een OLS-regressie standaard uitgaat van enkel homoskedastische standaardfouten, werd de standaardfout mogelijk niet correct voorspeld. Hierdoor was mogelijk ook het significantieniveau verkeerd. Daarom worden alle modellen in deze masterproef geschat aan de hand van OLS-regressie en heteroskedastisch, robuuste standaardfouten. Zowel bij heteroskedasticiteit als bij homoskedasticiteit is het gebruik van heteroskedastisch, robuuste standaardfouten toegelaten en correct (Stock & Watson, 2012).

Model	(1)	(2)
	SCHULDNIVEAU	INVESTERINGSNIVEAU
Constante	0,669 (0,142)***	0,081 (0,092)
COHESIE	0,001 (0,006)	0,004 (0,004)
COHESIE_KWADRAAT	-1,981E-5 (0,000)	-4,069E-5 (0,000)
ROA	-0,008 (0,003)***	-0,002 (0,002)
PRODUCTIE	-0,076 (0,088)	0,065 (0,060)
CONSTRUCTIE	0,031 (0,088)	-0,064 (0,059)
HANDEL	0,002 (0,091)	0,001 (0,056)
TRANSPORT	-0,024 (0,097)	0,306 (0,122)**
GROOTTE	0,016 (0,019)	0,013 (0,015)
LEEFTIJD_BEDRIJF	-0,002 (0,001)*	0,000 (0,001)
R ²	0,158	0,203
Aangepaste R ²	0,095	0,143
N	130	130

*** Statistisch significant op het 1%-niveau

** Statistisch significant op het 5%-niveau

* Statistisch significant op het 10%-niveau

Tabel 4: Regressieresultaten voor de basismodellen

Tabel 4 bevat het regressiemodel voor zowel SCHULDNIVEAU als INVESTERINGSNIVEAU. Beide modellen zijn statistisch significant op het 1% significantieniveau. De R² is voor beide modellen

laag. In model 1 is de R^2 gelijk aan 0,158 en in model 2 is deze gelijk aan 0,203. De variabele COHESIE heeft in geen enkel model een significante invloed. Enkel de controlevariabelen ROA en LEEFTIJD_BEDRIJF blijken een significant, negatief effect te hebben op het schuldniveau van het bedrijf. De controlevariabele TRANSPORT heeft een significant positieve invloed op het investeringsniveau. Hypotheses 1a en 1b worden niet ondersteund door deze regressiemodellen.

Zowel model 1 als model 2 werden daarnaast geschat als enkel een lineair model, dus zonder de variabele COHESIE_KWADRAAT in rekening te brengen. De resultaten voor de lineaire modellen zijn gelijkaardig aan de resultaten in tabel 4, ook in deze modellen heeft de variabele COHESIE geen significante invloed op het SCHULDNIVEAU of INVESTERINGSNIVEAU. Daarom werden deze resultaten niet opgenomen in deze masterproef. Wanneer het lineair model voor elke afhankelijke variabele vergeleken werd met het kwadratisch model, dan bleek dat het model met het kwadratisch verband geen verbetering was ten opzichte van het lineair model. De R^2 was voor beide modellen van zowel SCHULDNIVEAU als INVESTERINGSNIVEAU identiek en de wijziging in het model door het toevoegen van de kwadratische factor is niet significant.

Model	(3)	(4)
	SCHULDNIVEAU	INVESTERINGSNIVEAU
Constante	0,663 (0,138)***	0,073 (0,098)
COHESIE_AANGEPAST	0,001 (0,003)	0,003 (0,002)*
ROA	-0,008 (0,002)***	-0,002 (0,002)
PRODUCTIE	-0,075 (0,088)	0,064 (0,059)
CONSTRUCTIE	0,031 (0,088)	-0,066 (0,058)
HANDEL	0,002 (0,091)	0,002 (0,055)
TRANSPORT	-0,025 (0,098)	0,304 (0,121)**
GROOTTE	0,015 (0,019)	0,012 (0,015)
LEEFTIJD_BEDRIJF	-0,002 (0,001)*	0,000 (0,001)
R^2	0,158	0,203
Aangepaste R^2	0,103	0,150
N	130	130

*** Statistisch significant op het 1%-niveau

** Statistisch significant op het 5%-niveau

* Statistisch significant op het 10%-niveau

Tabel 5: Regressieresultaten voor de modellen met aangepaste cohesiescore

Zowel de kwadratische als de lineaire modellen van SCHULDNIIVEAU en INVESTERINGSNIIVEAU werden vervolgens geschat met de aangepaste cohesiescore. De variabelen COHESIE en COHESIE_KWADRAAT werden vervangen door respectievelijk COHESIE_AANGEPAST en COHESIE_AANGEPAST_KWADRAAT. Alle modellen met de aangepaste cohesiescore zijn significant op het 1% significantieniveau. Over het algemeen zijn de resultaten vergelijkbaar met deze van de modellen in tabel 4. Slechts eenmaal is er een belangrijke wijziging. De aangepaste cohesie heeft een significant, positief effect op het INVESTERINGSNIIVEAU ($p=0,098$). De invloed is wel enkel significant wanneer een lineair verband wordt geschat, zoals terug te vinden in tabel 5. Bij het modelleren van een kwadratisch verband, had cohesie geen significante invloed op het investeringsniveau. De invloed van cohesie ligt ook niet in lijn met de verwachtingen, waardoor hypothese 1b niet aanvaard kan worden. Er werd immers een kwadratisch verband voorspeld waarbij een zeer hoge cohesie nadelig zou zijn voor het investeringsniveau. Uit model 4 blijkt een lineair verband te bestaan tussen de familiecohesie en het investeringsniveau van het bedrijf, waarbij COHESIE_AANGEPAST een positief effect heeft op INVESTERINGSNIIVEAU. Dit wil zeggen dat in een familie met een zeer hoge cohesie meer geïnvesteerd wordt en dus meer risico wordt genomen. In het lineair model voor SCHULDNIIVEAU heeft COHESIE_AANGEPAST geen significante invloed, zoals te zien is in tabel 5. Net zoals in model 1 hebben enkel ROA en LEEFTIJD_BEDRIJF een significant, negatieve invloed op SCHULDNIIVEAU.

In nog geen enkel model werd een significante relatie ontdekt tussen de familiecohesie en het schuldniveau. Het is mogelijk dat de maatstaf voor de afhankelijke variabele SCHULDNIIVEAU te breed is en daardoor geen goede indicatie voor het controlerisico is. De afhankelijke variabele SCHULDNIIVEAU werd in het basismodel gemeten als de verhouding van het vreemd vermogen tot de totale activa. Het vreemd vermogen bevat alle schulden van het bedrijf. Dit is zeer ruim. Tot het vreemd vermogen behoren bijvoorbeeld de handelsschulden. Deze schulden worden eerder gebruikt voor transactiedoeleinden dan voor financiering. Door de handelsschulden toch op te nemen in de maatstaf, wordt het schuldniveau mogelijk overschat. Daarom zal een nieuwe variabele SCHULDNIIVEAU_BANK gecreëerd worden. Deze variabele is de verhouding van de bankschulden of financiële schulden, zowel op lange als op korte termijn, tot de totale activa (Rajan & Zingales, 1995). Daarnaast worden de variabelen SCHULDNIIVEAU_LT en SCHULDNIIVEAU_KT gecreëerd. Deze variabelen meten de verhouding van de financiële schulden op respectievelijk lange termijn en korte termijn tot de totale activa. Kortetermijnschulden zijn risicovoller omwille van striktere convenanten en de risicoaversie zal zich dus sneller uiten in het aangaan van minder kortetermijnschulden (Mishra & McConaughy, 1999).

De verschillende modellen, zowel de lineaire als de kwadratisch en zowel deze met COHESIE als met COHESIE_AANGEPAST, werden opnieuw getest met de drie nieuwe afhankelijke variabelen, namelijk SCHULDNIIVEAU_BANK, SCHULDNIIVEAU_LT en SCHULDNIIVEAU_KT. Al deze modellen zijn statistisch significant op het 1% significantieniveau. De R^2 is voor alle modellen kleiner dan 0,17 en dus redelijk laag. Net als in de basismodellen, heeft familiecohesie in geen enkel model een statistisch significante invloed op één van de drie schuld niveaus. Hypothese 1a werd ook door deze regressiemodellen niet ondersteund. De modellen werden daarom niet opgenomen in deze masterproef.

Model	(5) INVESTERINGS- NIVEAU	(6) INVESTERINGS- NIVEAU	(7) SCHULDNIVEAU_ BANK	(8) SCHULDNIVEAU_ BANK
Constante	0,191 (0,082)**	0,111 (0,088)	0,199 (0,089)**	0,060 (0,094)
BALANCED_LAAG	-0,080 (0,039)**		-0,139 (0,027)***	
BALANCED_ MIDDELMATIG	-0,039 (0,031)	0,041 (0,040)	-0,005 (0,032)	0,134 (0,031)***
BALANCED_HOOG		0,080 (0,039)**		0,139 (0,027)***
ROA	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,006 (0,002)***	-0,006 (0,002)***
PRODUCTIE	0,054 (0,060)	0,054 (0,060)	0,007 (0,057)	0,007 (0,057)
CONSTRUCTIE	-0,075 (0,059)	-0,075 (0,059)	-0,005 (0,059)	-0,005 (0,059)
HANDEL	-0,001 (0,056)	-0,001 (0,056)	0,063 (0,061)	0,063 (0,061)
TRANSPORT	0,293 (0,123)**	0,293 (0,123)**	0,137 (0,062)**	0,137 (0,062)**
GROOTTE	0,011 (0,015)	0,011 (0,015)	-0,005 (0,014)	-0,005 (0,014)
LEEFTIJD_BEDRIJF	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)
R ²	0,203	0,203	0,144	0,144
Aangepaste R ²	0,143	0,143	0,079	0,079
N	130	130	130	130

*** Statistisch significant op het 1%-niveau

** Statistisch significant op het 5%-niveau

* Statistisch significant op het 10%-niveau

Tabel 6: Regressieresultaten voor de modellen met opsplitsing van de *balanced*-score

Vervolgens wordt de invloed van enkel het *balanced*-niveau op alle afhankelijke variabelen bekeken met behulp van drie dummyvariabelen. Slechts in 2 bedrijven heeft men een lage score, kleiner dan of gelijk aan 16, voor het gebalanceerde niveau. In 62 bedrijven ligt de score voor *balanced* tussen 16 en 26 en in 66 bedrijven is de *balanced*-score groter dan of gelijk aan 27. Enkel voor de afhankelijke variabelen INVESTERINGSNIVEAU en SCHULDNIVEAU_BANK heeft minstens één van de dummyvariabelen een significant effect. Deze regressiemodellen, die terug te vinden zijn in tabel 6, zijn statistisch significant op het 1% significantieniveau. De R² voor INVESTERINGSNIVEAU bedraagt 0,203 en voor SCHULDNIVEAU_BANK is de R² gelijk aan 0,144. Model 5 en 7 hebben als referentiecategorie BALANCED_HOOG en model 6 en 8 hebben als referentiecategorie BALANCED_LAAG. Door twee verschillende referentiecategorieën te gebruiken, is het mogelijk om elke dummyvariabele te bekijken ten opzichte van de twee andere

dummyvariabelen. Uit model 5 en 6 blijkt dat de variabele *BALANCED_LAAG* significant verschillend is van *BALANCED_HOOG* ($p=0,045$). Dit betekent dat in bedrijven waarin de gebalanceerde cohesie laag is, beduidend minder wordt geïnvesteerd in materiële vaste activa dan in bedrijven waarin de gebalanceerde cohesie hoog is. Dit bevestigt de eerder gevonden resultaten van een positief, lineair verband tussen familiecohesie en investeringsniveau. De variabele *BALANCED_MIDDELMATIG* is noch van *BALANCED_LAAG*, noch van *BALANCED_HOOG* significant verschillend. Van de controlevariabelen heeft enkel *TRANSPORT* een significant positief effect op het investeringsniveau. In de modellen rond *SCHULDNIIVEAU_BANK* is *BALANCED_LAAG* zowel significant verschillend van *BALANCED_MIDDELMATIG* ($p=0,000$) als van *BALANCED_HOOG* ($p=0,000$). De financiële schulden in bedrijven waarin de gebalanceerde familiecohesie laag is, zijn significant lager dan in alle andere familiebedrijven. Ook deze resultaten suggereren een positief, lineair verband tussen familiecohesie en risico, in dit geval gemeten door financiële schulden. Van de controlevariabelen heeft *ROA* een significant negatief effect en *TRANSPORT* een significant positieve invloed op de financiële schulden.

De drie groepen van *balanced*, laag, middelmatig en hoog, werden bepaald op basis van een ongeveer gelijke verdeling van de theoretisch mogelijke waarden. Olson (2010) haalt in zijn *FACES IV Manual* een indeling aan die een beetje verschillend is hieraan. Een *balanced*-score van kleiner dan of gelijk aan 18 wordt door Olsen (2010) gedefinieerd als 'lichtjes verbonden', een score tussen 19 en 28 als 'verbonden' en een score van groter dan of gelijk aan 29 als 'sterk verbonden'. Deze indeling wordt gebruikt in de regressiemodellen in tabel 7. Op basis van deze indeling behoren 5 bedrijven tot de categorie 'lichtjes verbonden', 81 tot de categorie 'verbonden' en 44 tot de categorie 'sterk verbonden'.

De regressiemodellen in tabel 7 zijn statistisch significant op het 1% significantieniveau. Zij verschillen op enkele vlakken van de regressiemodellen in tabel 6. Ten eerste is voor *INVESTERINGSNIIVEAU* niet enkel *BALANCED_LAAG_OLSON* significant verschillend van *BALANCED_HOOG_OLSON* ($p=0,044$), maar ook *BALANCED_MIDDELMATIG_OLSON* is significant verschillend van *BALANCED_HOOG_OLSON* ($p=0,043$). Een hoge gebalanceerde cohesie leidt tot een hoger investeringsniveau in vergelijking met een lage of middelmatig gebalanceerde cohesie. Dit duidt opnieuw op een positief lineaire relatie tussen familiecohesie en investeringsniveau. Ten tweede heeft geen enkele dummyvariabele een statistisch significant effect op *SCHULDNIIVEAU_BANK*, zoals wel het geval was in model 7 en 8. Deze keer is er wel een significant effect op *SCHULDNIIVEAU_LT*. De variabele *BALANCED_MIDDELMATIG_OLSON* is significant verschillend van *BALANCED_HOOG_OLSON* ($p=0,046$). Het resultaat in model 11 duidt erop dat in bedrijven waarin de gebalanceerde cohesie gemiddeld is minder financiële schulden op lange termijn worden aangegaan dan in bedrijven waarin de gebalanceerde cohesie hoog is. De robuustheid van de resultaten die gevonden werden voor de modellen met een opgesplitste *balanced*-score kan wel in vraag gesteld worden. Vermits kleine veranderingen in de indeling in de categorieën laag, middelmatig en hoog, een effect heeft op het al dan niet significant zijn van bepaalde resultaten. Vooral bij de modellen van de verschillende schuld niveaus blijken kleine wijzigingen in de groepsindeling andere resultaten op te leveren.

Model	(9)	(10)	(11)	(12)
	INVESTERINGS- NIVEAU	INVESTERINGS- NIVEAU	SCHULDNIVEAU_ LT	SCHULDNIVEAU_ LT
Constante	0,203 (0,078)**	0,113 (0,085)	0,057 (0,046)	0,025 (0,060)
BALANCED_LAAG_ OLSON	-0,090 (0,044)**		-0,032 (0,038)	
BALANCED_ MIDDELMATIG_OLSON	-0,065 (0,032)**	0,025 (0,041)	-0,037 (0,018)**	-0,005 (0,039)
BALANCED_HOOG_ OLSON		0,090 (0,044)**		0,032 (0,038)
ROA	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
PRODUCTIE	0,064 (0,059)	0,064 (0,059)	0,034 (0,027)	0,034 (0,027)
CONSTRUCTIE	-0,067 (0,059)	-0,067 (0,059)	-0,033 (0,024)	-0,033 (0,024)
HANDEL	0,008 (0,055)	0,008 (0,055)	0,026 (0,028)	0,026 (0,028)
TRANSPORT	0,304 (0,114)***	0,304 (0,114)***	0,176 (0,044)***	0,176 (0,044)***
GROOTTE	0,012 (0,015)	0,012 (0,015)	0,004 (0,009)	0,004 (0,009)
LEEFTIJD_BEDRIJF	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
R ²	0,221	0,221	0,185	0,185
Aangepaste R ²	0,163	0,163	0,124	0,124
N	130	130	130	130

*** Statistisch significant op het 1%-niveau

** Statistisch significant op het 5%-niveau

* Statistisch significant op het 10%-niveau

Tabel 7: Regressieresultaten voor de modellen met opsplitsing van de *balanced*-score

4.3. Modererend effect

In de volgende paragraaf zal de invloed van de raad van bestuur op de relatie tussen familiecohesie en risicogedrag bekeken worden. Vermits hypothesen 1a en 1b niet aanvaard werden en er dus geen indicaties zijn voor een kwadratisch verband tussen familiecohesie en risicogedrag, is het niet mogelijk hypothesen 2a tot en met 2d te testen. In plaats daarvan zal gekeken worden naar de invloed van de raad van bestuur op de lineaire relatie, die gesuggereerd werd door de voorgaande resultaten, tussen familiecohesie en risicogedrag. Op basis van de literatuurstudie verwachten we dat in dit geval de advies- en controletaak van de raad van bestuur ertoe zullen bijdragen dat meer risico wordt genomen in bedrijven waarin een lage tot middelmatige (gebalanceerde) cohesie is tussen de familieleden.

Model	(13)	(14)
	INVESTERINGSNIVEAU	INVESTERINGSNIVEAU
Constante	-0,206 (0,224)	-0,005 (0,214)
COHESIE_AANGEPAST	0,013 (0,007)*	0,006 (0,008)
ADVIES	0,010 (0,009)	-0,001 (0,003)
ADVIES *	0,000 (0,000)	
COHESIE_AANGEPAST		
CONTROLE	0,001 (0,003)	0,005 (0,008)
CONTROLE *		0,000 (0,000)
COHESIE_AANGEPAST		
ROA	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)
PRODUCTIE	0,064 (0,062)	0,060 (0,062)
CONSTRUCTIE	-0,069 (0,062)	-0,070 (0,062)
HANDEL	0,001 (0,057)	-0,003 (0,057)
TRANSPORT	0,303 (0,124)**	0,299 (0,126)**
GROOTTE	0,015 (0,015)	0,013 (0,015)
LEEFTIJD_BEDRIJF	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)
R ²	0,215	0,205
Aangepaste R ²	0,141	0,131
N	130	130

*** Statistisch significant op het 1% niveau

** Statistisch significant op het 5% niveau

* Statistisch significant op het 10% niveau

Tabel 8: Regressieresultaten voor de modellen met aangepaste cohesie en modererend effect

De modellen in tabel 8 testen het modererend effect van de raad van bestuur op de relatie tussen (aangepaste) cohesie en investeringsniveau. Beide modellen zijn significant op het 5% significantieniveau. Model 13 test de invloed van de adviesrol van de raad van bestuur op de relatie tussen familiecohesie en investeringsniveau en model 14 test de invloed van de controlerol. De R² voor model 13 en 14 is respectievelijk 0,215 en 0,205. Noch de adviesrol, noch de controlerol van de raad van bestuur heeft een statistisch significante invloed op de relatie tussen familiecohesie en investeringsniveau. Wanneer het modererend effect van CONTROLE wordt getest, is zelfs de invloed van COHESIE_AANGEPAST op INVESTERINGSNIVEAU niet langer

statistisch significant. Model 13 en model 14 werden ook getest zonder respectievelijk de controlevariabele CONTROLE en de controlevariabele ADVIES. Het modererend effect van ADVIES kan mogelijk verstoord worden omdat deze variabele sterk gecorreleerd is met CONTROLE en omgekeerd. De resultaten van deze testen brachten echter geen belangrijke wijzigingen aan in de modellen in tabel 8.

De modellen in tabel 9 testen het modererend effect van ADVIES en CONTROLE op de relatie tussen een gebalanceerde cohesie, ingedeeld in drie dummyvariabelen op basis van de theoretisch mogelijke waarden, en respectievelijk het investeringsniveau en het niveau van financiële schulden. De modellen voor INVESTERINGSNIVEAU zijn statistisch significant op het 5% significantieniveau en deze voor SCHULDNIVEAU_BANK zijn statistisch significant op het 1% significantieniveau.

Enkel in model 15, waarbij het modererend effect van ADVIES wordt getest op de relatie tussen gebalanceerde familiecohesie en investeringsniveau, is het modererend effect statistisch significant. De interactieterm $ADVIES * BALANCED_MIDDELMATIG$ is statistisch significant op het 10% significantieniveau ($p=0,071$). Het investeringsniveau in bedrijven waarin de cohesie middelmatig gebalanceerd is, is lager dan in bedrijven waarin de cohesie hoog gebalanceerd is. Wanneer de raad van bestuur haar adviesrol effectief vervult, dan neemt dit verschil tussen beide groepen af. De raad van bestuur zorgt, via het effectief uitvoeren van haar adviesrol, ervoor dat meer geïnvesteerd wordt in bedrijven waarin de familiecohesie middelmatig gebalanceerd is. In de andere drie modellen is het modererend effect geen enkele keer statistisch significant. Het testen van het modererend effect van CONTROLE zorgt er zelfs voor dat de dummyvariabelen rond *balanced* niet langer significant zijn. De modellen waarbij de indeling van de *balanced*-groepen gebeurde zoals voorgesteld door Olson (2010), werden ook getest op de invloed van de raad van bestuur. Omdat in deze modellen het modererend effect nooit statistisch significant is, worden deze niet weergegeven in deze masterproef.

Model	(15)	(16)	(17)	(18)
	INVESTERINGS- NIVEAU	INVESTERINGS- NIVEAU	SCHULDNIVEAU _BANK	SCHULDNIVEAU _BANK
Constante	0,234 (0,113)**	0,226 (0,119)*	0,226 (0,105)**	0,186 (0,115)
BALANCED_LAAG	-0,032 (7,226)	0,225 (3,020)	-0,125 (7,090)	0,022 (3,184)
BALANCED_MIDDELMATI G	-0,254 (0,120)**	-0,171 (0,109)	-0,157 (0,094)*	-0,013 (0,110)
ADVIES	-0,004 (0,003)	0,000 (0,003)	-0,001 (0,003)	0,002 (0,003)
ADVIES *	-0,002 (0,235)		0,000 (0,232)	
BALANCED_LAAG ADVIES * BALANCED _MIDDELMATIG	0,009 (0,005)*		0,006 (0,004)	
CONTROLE	0,002 (0,003)	-0,001 (0,004)	-0,001 (0,004)	-0,001 (0,004)
CONTROLE *		-0,010 (0,103)		-0,005 (0,108)
BALANCED_LAAG CONTROLE *		0,006 (0,005)		0,000 (0,005)
BALANCED_MIDDELMATI G				
ROA	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,006 (0,002)***	-0,006 (0,002)***
PRODUCTIE	0,049 (0,064)	0,043 (0,064)	0,010 (0,059)	0,009 (0,061)
CONSTRUCTIE	-0,085 (0,063)	-0,085 (0,063)	-0,007 (0,060)	-0,003 (0,062)
HANDEL	-0,008 (0,061)	-0,015 (0,060)	0,066 (0,064)	0,066 (0,066)
TRANSPORT	0,291 (0,124)**	0,291 (0,126)**	0,141 (0,065)**	0,136 (0,066)**
GROOTTE	0,014 (0,014)	0,010 (0,015)	-0,003 (0,015)	-0,006 (0,015)
LEEFTIJD_BEDRIJF	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)	0,000 (0,001)
R ²	0,234	0,218	0,163	0,147
Aangepaste R ²	0,148	0,130	0,070	0,051
N	130	130	130	130

*** Statistisch significant op het 1% niveau

** Statistisch significant op het 5% niveau

* Statistisch significant op het 10% niveau

Tabel 9: Regressieresultaten voor de modellen met opgesplitste *balanced*-score en modererend effect

5. Conclusie

In deze masterproef werd de invloed van familiecohesie op risicogedrag onderzocht. Het risicogedrag van een onderneming werd bepaald aan de hand van de schulden en de investeringen in materiële vaste activa. Op basis van de literatuur werd een kwadratisch verband verwacht tussen familiecohesie en risicogedrag. Wanneer de cohesie binnen de familie laag is, dan verwachten we dat men geen steun vindt bij elkaar en is men gevoeliger voor conflicten. Er werd verondersteld dat deze conflicten ertoe zouden leiden dat geen beslissingen, en dus geen risico, genomen werd. Aan de andere kant zorgt een hoge familiecohesie ervoor dat meer belang wordt gehecht aan de socio-emotionele rijkdom. Door deze sterke focus op de socio-emotionele rijkdom van het familiebedrijf, werd verwacht dat in deze familiebedrijven men geen risico's durfde nemen. Wanneer de familiecohesie gebalanceerd is, de familieleden vinden een evenwicht tussen de onafhankelijkheid van en de verbondenheid aan de familie, werd verondersteld dat meer risico werd genomen dan bij de andere niveaus van familiecohesie. Op het gebalanceerde niveau zouden conflicten op een positieve manier bijdragen aan de beslissingen en zou het belang van het nemen van risico voor ondernemerschap begrepen worden. Het kwadratisch verband werd echter niet ondersteund door de regressieresultaten. Deze resultaten suggereren eerder een positief lineair verband tussen familiecohesie en risicogedrag. Een hogere cohesie binnen de familie geeft aanleiding tot het nemen van meer risico's, in termen van financiële schulden en investeringen in materiële vaste activa, dan een lagere familiecohesie.

Conflicten binnen de familie met een lage cohesie zorgen dus mogelijk ervoor dat het moeilijker is om beslissingen te nemen en daardoor minder risico wordt genomen in het familiebedrijf. De sterke focus op socio-emotionele rijkdom blijkt geen belemmerende factor te zijn voor het nemen van risico's in familiebedrijven waarin de cohesie hoog is. Het effect is vooral merkbaar wanneer gekeken wordt naar de investeringen in materiële vaste activa. Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat risico's juist genomen worden om de socio-emotionele rijkdom te beschermen zoals Gómez-Mejía et al. (2007) aanhalen in hun studie. De resultaten zijn echter niet heel overtuigend. Hoewel sommige regressiemodellen een lineair verband suggereren, geven andere modellen aan dat er geen significante relatie is tussen familiecohesie en risicogedrag. Dit wijst dus eerder op een minieme invloed van familiecohesie op risicogedrag. In een familiebedrijf is het risico dat genomen wordt maar in beperkte mate afhankelijk van de cohesie tussen de familieleden.

Daarnaast werd het modererend effect van de taken van de raad van bestuur op de relatie tussen familiecohesie en risicogedrag onderzocht. Uit de resultaten blijkt dat de raad van bestuur via haar advies- en controlerol zeer weinig invloed kan uitoefenen op deze lineaire relatie. Slechts in één model kan de raad van bestuur via haar adviesrol inbreken in de relatie tussen familiecohesie en investeringsniveau en ervoor zorgen dat het investeringsniveau stijgt bij een lagere cohesie. In alle andere gevallen blijken de taken van de raad van bestuur geen modererend effect te hebben.

5.1. Bijdrage tot de literatuur

Dit onderzoek draagt in de eerste plaats bij tot de literatuur door de heterogeniteit binnen de groep van familiebedrijven in rekening te brengen. De indeling gebeurde niet op basis van de generatie of structuur van de familie, maar op basis van de cohesie binnen de familie. Hiermee werd getracht het functioneren van de familie te bevatten en deze te gebruiken als basis voor de classificatie van familiebedrijven.

Verder draagt deze masterproef bij tot het debat in de literatuur rond risicoaversie binnen familiebedrijven. Oorspronkelijk werden familiebedrijven gezien als bedrijven die een grotere risicoaversie vertoonden dan niet-familiebedrijven. Gómez-Mejía et al. (2007) stelden dat familiebedrijven zowel bereid zijn risico te nemen als risicoavers kunnen zijn op hetzelfde moment, afhankelijk van hoe het risico wordt beoordeeld. Het risico dat genomen wordt in familiebedrijven kan dus variëren en wordt beïnvloed door verschillende factoren. Familiecohesie werd in deze masterproef gebruikt als een factor die deels kan verklaren waarom bepaalde familiebedrijven meer risico nemen dan andere.

5.2. Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek

Om af te sluiten zullen enkele beperkingen van het onderzoek worden aangehaald. Deze leveren daarbij suggesties voor verder onderzoek. Ten eerste zijn er twee beperkingen als gevolg van de manier waarop risicogedrag gemeten wordt. Allereerst worden alle investeringen als risicogedrag gezien. Zoals aangehaald kunnen familiebedrijven, afhankelijk van hoe het risico wordt beoordeeld, zowel bereid zijn risico te nemen als risicoavers zijn op hetzelfde moment (Gómez-Mejía et al., 2007). Alle investeringen als risicogedrag beschouwen is dus mogelijk te ruim en zou een verklaring kunnen zijn voor de beperkte significante resultaten in deze masterproef. In verder onderzoek kan het relevant zijn de invloed van familiecohesie op individuele investeringen te bekijken. Verder werd in deze masterproef risicogedrag enkel gemeten aan de hand van schulden en investeringen in materiële vaste activa. Naast deze maatstaven, wordt in de literatuur vaak gebruik gemaakt van kosten van onderzoek en ontwikkeling om het risicogedrag van een onderneming te bepalen (González et al., 2013; Hiebl, 2013; Jiang et al., 2015). Investeringen in onderzoek en ontwikkeling worden beschouwd als nog risicovoller dan investeringen in materiële vaste activa omdat de uitkomst minder voorspelbaar is (Anderson, Duru, & Reeb, 2012). Mogelijk zijn kosten van onderzoek en ontwikkeling dus een betere maatstaf voor het risicogedrag van een bedrijf. De data hieromtrent beschikbaar was echter te beperkt om deze te kunnen gebruiken in deze masterproef. Het gebruik van kosten van onderzoek en ontwikkeling als maatstaf voor risicogedrag is zeker een relevante piste voor verder onderzoek.

Ten tweede werd het modererend effect van de raad van bestuur bepaald aan de hand van de advies- en controletaak. Als het nemen van risico's in familiebedrijven met een lage cohesie lager is als gevolg van conflicten die een status quo veroorzaken, dan zijn de advies- en controletaak misschien niet de juiste taken van de raad van bestuur om ervoor te zorgen dat meer risico's genomen worden. Zoals reeds aangehaald kan de raad van bestuur ook de rol van scheidsrechter vervullen bij moeilijkheden of conflicten tussen familieleden in het familiebedrijf (Voordeckers,

Van Gils, & Van den Heuvel, 2007; Whisler, 1988). Deze taak zou dan mogelijk wel een modererend effect kunnen hebben op de relatie tussen familiecohesie en risicogedrag. Toekomstige studies zouden de arbitrerende rol van de raad van bestuur in rekening kunnen brengen.

Daarnaast werd het onderzoek uitgevoerd op een dataset bestaande uit grote, private ondernemingen in België. In België financieren ondernemingen investeringen voornamelijk met bankschulden in tegenstelling tot ondernemingen in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Ook de corporate governance structuur is anders in deze landen. Daarnaast haalt Olson (2000) aan dat de perceptie van familiecohesie sterk kan verschillen tussen verschillende etnische of religieuze groepen. Wat voor de ene groep een ongebalanceerd type van familiecohesie lijkt te zijn, kan juist functioneel zijn voor een andere groep. Het lijkt dus aangewezen het onderzoek ook in een andere context uit te voeren.

Ten slotte werd risico in deze masterproef enkel relatief bekeken. Op basis van de resultaten kan geen uitspraak worden gedaan of voldoende risico wordt genomen in bedrijven met een hoge cohesie. Misschien wordt in deze familiebedrijven zelfs te veel risico genomen. Ook kan niets gezegd worden over de gevolgen van de lagere risico's die genomen worden wanneer de cohesie lager is. Om hierover meer te weten te komen kan het relevant zijn het effect op de prestaties te bepalen of een vergelijking met niet-familiebedrijven te maken.

6. Literatuurlijst

- Anderson, R. C., Duru, A. and Reeb, D. M. (2012), Investment policy in family controlled firms, *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1744 – 1758.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *The Journal of Law & Economics*, 46(2), 653 – 684.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209 – 237.
- Barber, B. K., & Buehler, C. (1996). Family cohesion and enmeshment: Different constructs, different effects. *Journal of Marriage and Family*, 58(2), 433 – 441.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gómez-Mejía, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258 – 279.
- Björnberg, Å., & Nicholson, N. (2007). The family climate scales: Development of a new measure for use in family business research. *Family Business Review*, 20(3), 229 – 246.
- Breton-Miller, I. L., Miller, D., & Lester, R. H. (2011). Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses. *Organization Science*, 22(3), 704 – 721.
- Cabrera-Suarez, K., Déniz-Déniz, D. L. C., & Martin-Santana, J. D. (2014). The setting of non-financial goals in the family firm: The influence of family climate and identification. *Journal of Family Business Strategy*, 5(3), 288 – 298.
- Corten, M., Steijvers, T., & Lybaert, N. (2017). The effect of intrafamily agency conflicts on audit demand in private family firms: The moderating role of the board of directors. *Journal of Family Business Strategy*, 8(1), 13 – 28.
- Dyer, W. G. (2003). The family: The missing variable in organizational research. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27(4), 401 – 416.
- Ensley, M. D., & Pearson, A. W. (2005). An exploratory comparison of the behavioral dynamics of top management teams in family and nonfamily new ventures: Cohesion, conflict, potency, and consensus. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29(3), 267 – 284.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Agency problems and residual claims. *Journal Of Law & Economics*, 26(2), 327 – 350.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). The separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301 – 328.

- Familiesamenhang staat garant voor zakelijk succes. (z.d.). *De Tijd*. Opgevraagd op 17 november, 2015, via http://www.tijd.be/connect/duurzame_onderneming_duurzame_familie/Familie_samenhang_staat_garant_voor_zakelijk_succes.9610481-7992.art?ckc=1
- Gómez-Mejía, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy Of Management Annals*, 5(1), 653 – 707.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106 – 137.
- Gómez-Mejía, L. R., Nuñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *The Academy of Management Journal*, 44(1), 81 – 95.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal Of Business Research*, 66(11), 2308 – 2320.
- Haans, R. J., Pieters, C., & He, Z. (2016). Thinking about U: Theorizing and testing U- and inverted U-shaped relationships in strategy research. *Strategic Management Journal*, 37(7), 1177 – 1195.
- Habbershon, T. G., Williams, M., & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 451 – 465.
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Het cement van familiebedrijven. (z.d.). *De Tijd*. Opgevraagd op 1 maart, 2016, via http://www.tijd.be/connect/familiebedrijven/Het_cement_van_familiebedrijven.97353298334.art?ckc=1
- Hiebl, M. R. W. (2013). Risk aversion in family firms: What do we really know? *The Journal of Risk Finance*, 14(1), 49 – 70.
- Hilary, G., & Hui, K. W. (2009). Does religion matter in corporate decision making in America?. *Journal Of Financial Economics*, 93(3), 455 – 473.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 383 – 396.
- Hoy, F., & Verser, T. G. (1994). Emerging business, emerging field: Entrepreneurship and the family firm. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 19(1), 9 – 23.

- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal Of Management*, 16, 65 – 79.
- Jensen, M. C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305 – 360.
- Jiang, F., Jiang, Z., Kim, K. A., & Zhang, M. (2015). Family-firm risk-taking: Does religion matter? *Journal of Corporate Finance*, 33, 260 – 278.
- Jones, C. D., Makri, M., & Gómez-Mejía, L. R. (2008). Affiliate directors and perceived risk bearing in publicly traded, family-controlled firms: The case of diversification. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 32(6), 1007 – 1026.
- Kellermans, F. W., & Eddleston, K. A. (2004). Feuding families: When conflict does a family firm good. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(3), 209 – 228.
- Kepner, E. (1983). The family and the firm: A coevolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, 12(1), 57 – 70.
- Koninklijk besluit tot uitvoering van het wetboek van vennootschappen.* (2001, 30 januari). Geraadpleegd op 27 mei 2016, van http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2001013030&table_name=wet
- Lambrecht, J., & Molly, V. (2011). *Het economische belang van familiebedrijven in België.* Opgevraagd op 17 november, 2015, via <http://www.familiebedrijf.be/wat-is-een-familiebedrijf>
- Lansberg, I., & Astrachan, J.H. (1994). Influence of family relationships on succession planning and training: The importance of mediating factors. *Family Business Review*, 7(1), 39 – 59.
- LaRocca, R. N., & De Feis, G. L. (2015). Management of conflict in family businesses during crises and changes: A strategic alliance perspective. *Academy Of Business Research Journal*, 2, 104 – 126.
- Lumpkin, G. T., & Dess, G. G. (1996). Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy Of Management Review*, 21(1), 135 – 172.
- March, J. G., & Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11), 1404 – 1418.
- Masuo, D., Fong, G., Yanagida, J., & Cabal, C. (2001). Factors associated with business and family success: A comparison of single manager and dual manager family business households. *Journal of Family and Economic Issues*, 22(1), 55 – 73.

- Memili, E., Eddleston, K. A., Kellermanns, F. W., Zellweger, T. M., & Barnett, T. (2010). The critical path to family firm success through entrepreneurial risk taking and image. *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 200 – 209.
- Miller, D. (1983). The correlates Of entrepreneurship In three types of firms. *Management Science*, 29(7), 770 – 791.
- Minichilli, A., Zattoni, A., & Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of board task performance. *British Journal Of Management*, 20(1), 55 – 74.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(4), 53 – 64.
- Olson, D. H. (2000). Circumplex model of marital and family systems. *Journal of Family Therapy*, 22(2), 144 – 167.
- Olson, D. H. (2010). *Faces IV Manual*. Minneapolis.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal Of Finance*, 50(5), 1421 – 1460.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003a). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy Of Management Journal*, 46(2), 179 – 194.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003b). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473 – 490.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99 – 116.
- Stock, J. H., & Watson, M. M. (2012). *Introduction to Econometrics*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Stockmans, A., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional wealth and earnings management in private family firms. *Family Business Review*, 23(3), 280 – 294.
- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199 – 208.
- Van Hulle, K., Lybaert, N., & Maes, J. (2015). *Boekhoud- en jaarrekeningrecht*. Brugge: die Keure.
- Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2007). Board composition in small and medium-sized family firms. *Journal Of Small Business Management*, 45(1), 137 – 156.

- Wang, Y., & Poutziouris, P. (2010). Entrepreneurial risk taking: Empirical evidence from UK family firms. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 16(5), 370 – 388.
- Ward, J. L., & Handy, J. L. (1988). A survey of board practices. *Family Business Review*, 1(3), 289 – 308.
- Welsh, D. B., & Zellweger, T. (2010). Can we afford it? Investment decisions of family and nonfamily owners. *Academy Of Entrepreneurship Journal*, 16(2), 21 – 41.
- Westhead, P., & Cowling, M. (1998). Family firm research: The need for a methodological rethink. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(1), 31 – 56.
- Wetboek van Vennootschappen*. (1999, 7 mei). Geraadpleegd op 5 februari 2017, via <http://www.ejustice.just.fgov.be/wet/wet.htm>.
- Whisler, T. L. (1988). The role of the board in the threshold firm, *Family Business Review* 1(3), 309 – 321.
- Wiseman, R. M., & Gómez-Mejía, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy Of Management Review*, 23(1), 133 – 153.
- Zahra, S. A. (2005). Entrepreneurial risk taking in family firms. *Family Business Review*, 18(1), 23 – 40.
- Zavala Angulo, A. A., Gómez Villanueva, J. E., & Ramírez Solís, E. R. (2016). The determinants of socioemotional wealth and the family firm's outcomes. *International Journal Of Entrepreneurship*, 20(1), 16 – 32.

Bijlagen

Bijlage 1: Stellingen met betrekking tot familiecohesie

Stellingen met betrekking tot *balanced*:

- Familieleden zijn betrokken in elkaars leven.
- Familieleden voelen zich zeer 'close' met elkaar.
- Familieleden steunen elkaar in moeilijke tijden.
- Familieleden raadplegen elkaar bij belangrijke beslissingen.
- Familieleden vinden het fijn om een deel van hun vrije tijd met elkaar door te brengen.
- Hoewel familieleden hun eigen interesses hebben, nemen ze toch ook deel aan familieactiviteiten.
- In onze familie is er een goede balans aanwezig tussen 'onafhankelijkheid' en 'verbondenheid'.

Stellingen met betrekking tot *disengaged*:

- We kunnen beter opschieten met mensen buiten onze familie dan met familieleden.
- Familieleden lijken contact te vermijden met elkaar wanneer ze thuis zijn.
- Familieleden weten zeer weinig over de vrienden van andere familieleden.
- Ieder familielid staat er alleen voor wanneer er een probleem opgelost dient te worden.
- Onze familie doet zelden dingen samen.
- Familieleden rekenen zelden op elkaar.
- Familieleden handelen voornamelijk onafhankelijk.

Stellingen met betrekking tot *enmeshed*:

- We spenderen te veel tijd samen.
- Familieleden voelen zich gedwongen om de meeste vrije tijd met elkaar te spenderen.
- Familieleden zijn te afhankelijk van elkaar.
- Familieleden hebben weinig nood aan vrienden buiten de familie.
- We voelen ons als familie te verbonden met elkaar.
- We storen ons aan familieleden die dingen buiten de familie doen.
- Familieleden voelen zich schuldig als ze tijd buiten de familie willen doorbrengen.

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

De invloed van familiecohesie op risicogedrag

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,

Nijssen, Yorick

Datum: **23/05/2017**