

Determinanten van de schuldgraad in familiebedrijven

Els DECOUTERE

promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

WOORD VOORAF

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding tot Handelsingenieur, major accountancy en financiering, aan de Universiteit Hasselt. Ze heeft me veel tijd en moeite gekost maar tegelijkertijd haalde ik er enorm veel voldoening uit. Het schrijven van deze eindverhandeling was niet mogelijk geweest zonder de hulp van een aantal mensen. Deze mensen wil ik dan ook graag langs deze weg bedanken.

Vooreerst gaat mijn dank uit naar mijn promotor Prof. Dr. W. Voordeckers voor zijn deskundige begeleiding, vele raadgevingen en opbouwende kritiek die een grote hulp zijn geweest bij het tot stand brengen van dit eindwerk.

Voor de realisatie van mijn empirische studie betreffende de beursgenoteerde bedrijven in België en Nederland wil ik mijn oprechte dank uiten naar alle bedrijven en alle medewerkers van deze bedrijven die informatie ter beschikking hebben gesteld.

Ten slotte wil ik ook nog een speciaal dankwoord richten aan mijn ouders en mijn vriend. Het is dankzij hun steun dat ik, niet alleen deze eindverhandeling tot een goed eind kon brengen, maar ook mijn gehele opleiding tot Handelsingenieur.

Els Decoutere

Juni, 2007

SAMENVATTING

De meest voorkomende bedrijfsvorm over de hele wereld is zeker het familiebedrijf. In België worden maar liefst 50% van de grote en 40% van de middelgrote bedrijven gecontroleerd door een familie. Het is dan ook niet verwonderlijk dat er de laatste jaren enorm veel onderzoek gedaan werd naar familiebedrijven. Dit merken we onder andere aan de diverse gerenommeerde tijdschriften die specifiek aandacht besteden aan familiebedrijven. Er werd ook veel onderzoek gedaan naar de specifieke financieringsstructuur van deze familiebedrijven en dan hoofdzakelijk naar de determinanten van de schuldgraad. Deze thesis zal zich dan ook toeleveren op de studie van deze determinanten.

De afbakening van ons onderzoeksobject, familiebedrijven, bleek een erg moeilijke taak te zijn. Er bestaat immers geen wijdverspreide definitie van een familiebedrijf. De meeste onderzoekers baseren hun definitie op familiebetrokkenheid omdat ze beweren dat dit hetgeen is wat een familiebedrijf uniek definieert. Echter, de interpretatie van het begrip familiebetrokkenheid verschilt enorm. Sommigen beweren dat er zowel familiale eigendom als familiale bestuur aanwezig moet zijn. Anderen beweren dan weer dat één van beide voldoende is. Een dynamische definitie gebaseerd op keuzes en intenties is geschikter omdat het niet de familiebetrokkenheid is dat een bedrijf uniek maakt, maar wel de specifieke structuur van eigendom, governance, management en opvolging die ervoor zorgt dat een familiebedrijf zich anders kan gedragen. Een dynamische definitie is echter niet geschikt om een sluitend onderscheid te maken. De F-PEC schaal biedt een alternatieve methode voor definiëring. Men maakt dan gebruik van een continue schaal die de invloed van de familie weergeeft. Familiebedrijven verschillen bovendien van niet-familiebedrijven in hun structuur, strategie, prestaties en percepties. De belangrijkste familiedoelen zijn: verbetering van productkwaliteit, onafhankelijkheid in eigendom en management en een hoge winstgevendheid. De meeste familiebedrijven bezitten bovendien een strategie gebaseerd op kostenleiderschap of differentiatie.

Er bestaan veel verschillende theorieën over de kapitaalstructuur en elk van deze theorieën heeft een andere invalshoek om het bestaan van een optimale kapitaalstructuur te verklaren. De eerste theorie die tevens onderzoek naar deze topic op gang bracht is die van Modigliani en Miller. Zij toonden aan dat in een wereld zonder belastingen, er geen optimale kapitaalstructuur bestaat. Wanneer de belastingen in dit model worden ingevoerd, worden er optimale kapitaalstructuren van 100% schulden. Deze kapitaalstructuur is echter niet haalbaar. De trade-off theorie bestudeert deze topic door een afweging te maken van de voor- en nadelen van schuld. De optimale kapitaalstructuur bevindt zich dan daar waar het marginale voordeel van bijkomende schuld geëvenaard wordt door het marginale nadeel ervan. Een andere benadering is de agency theorie. Deze theorie beschouwt een bedrijf als een knooppunt van groepen belanghebbenden waartussen belangenconflicten kunnen ontstaan. Deze conflicten kunnen voorkomen worden door kosten te maken. Deze kosten worden agency kosten genoemd. Er bestaan agency kosten van het extern eigen vermogen, agency kosten verbonden aan schuldfinanciering en agency kosten als gevolg van informatieasymmetrie. De optimale kapitaalstructuur wordt dan bepaald door het minimaliseren van deze agency kosten. Een laatste theorie is de pecking order theorie, die aanhaalt dat een bedrijf een bepaalde voorkeur heeft voor een bepaalde financieringswijze. Ze verkiest eerst interne middelen, vervolgens de schulden en tenslotte de aandelen. Deze volgorde wordt bepaald aan de hand van de kans op onderwaardering van de middelen.

Ook in familiebedrijven ontstaan er agency conflicten. De agency kosten blijken lager te zijn dan in niet-familiebedrijven. Men dient echter de impact van altruïsme en nepotisme niet uit het oog te verliezen. Altruïsme heeft zowel een positieve als een negatieve invloed. Welke van de twee overheerst is afhankelijk van de mate waarin de manager zijn altruïstische impulsen beheerst. Over de invloed van nepotisme is er nog maar weinig onderzoek verricht.

Familiale eigendom, familiale bestuur en het risico hebben elk hun invloed op de schuldgraad. Deze verschillende relaties werden eerst nagegaan in de literatuur en vervolgens in een empirische studie. Over de relatie tussen familiale eigendom en de

schuldgraad heerst onenigheid. Sommige onderzoekers beweren dat familiale eigendom de schuldgraad verlaagt doordat familiebedrijven meer belang hechten aan een goede reputatie en het doel om voort te blijven bestaan. Anderen beweren dat familiebedrijven door hun lagere agency kosten meer schulden kunnen aangaan. Bepaalde onderzoekers beweren dan weer dat de relatie tussen beide niet lineair, maar curvilineair is. In de eerste generatie zijn de agency kosten laag, in de tweede generatie zijn ze dan weer erg hoog. Er zijn in deze tweede generatie immers bijkomende agency kosten tussen de gezinnen van de broers/zussen onderling. Dit conflict wordt nog versterkt wanneer de CEO zijn opvolgingspolitiek bekend maakt. Gevoelens van jaloezie kunnen dan de agency problemen nog verergeren. In de derde generatie dalen deze agency kosten weer. Over de relatie tussen familiale bestuur en de schuldgraad heerst er minder onenigheid. Men beweert dat wanneer de CEO een stichter is, dit een positief effect heeft op de schuldgraad en wanneer de CEO een opvolger is, dit een negatief effect heeft op de schuldgraad. Blokhouders hebben geen effect op de schuldgraad. Voorgaande empirische studies beschreven, in de literatuur, wijzen niet altijd op significante verbanden, waardoor men ook over deze relatie begint te twijfelen. De relatie tussen risico en schuldgraad levert ook geen eenduidige conclusies op. Bepaalde onderzoekers beweren dat familiebedrijven, omwille van het belang om voort te blijven bestaan, minder risico nemen. Andere onderzoekers beweren dan weer dat, omwille van het belang van familiewelvaart en bedrijfsprestaties, familiebedrijven minder geneigd zijn tot bedrijfsdiversificatie en dus tot meer risico, daar dit de waarde van het bedrijf doet dalen.

Er werd een empirische studie uitgevoerd voor de Belgische en Nederlandse bedrijven genoteerd op eurolist, de gereguleerde markt van euronext. In de beschrijvende univariate analyse werden een aantal significante verschillen gevonden tussen familie- en niet-familiebedrijven. Beide bedrijven verschillen volgens deze analyse in bedrijfsdiversificatie, in aandelen die gehouden worden door externe blokhouders, in aandelenbezit van de CEO, in onafhankelijke leden in de raad van bestuur, in winstgevendheid en in bedrijfsgrootte. Beide bedrijven houden echter eenzelfde hoeveelheid schulden aan, leveren eenzelfde waarde op en nemen evenveel risico. In de

multivariate testen werd er geen verschil in bedrijfsdiversificatie, schuldgraad, waarde en risico gevonden. Zowel familiale eigendom als familiale bestuur hebben geen invloed op de bedrijfsdiversificatie, de schuldgraad en het risico. Men dient echter bij de interpretatie van deze bevindingen rekening te houden met de robuustheid van deze testen. Wanneer er rekening gehouden wordt met het simultaniteitsprobleem bekomt men immers dat familiebedrijven minder aan bedrijfsdiversificatie doen. Ook door toepassing van een definitie voor familiebedrijven, gebaseerd op 50% familiale eigendom, merkt men dat deze een lager niveau van bedrijfsdiversificatie hanteren. Familiebedrijven hebben dus volgens deze studie een gelijkaardig niveau van schulden, waarde en risico. De bedrijfsdiversificatie is vermoedelijk lager in familiebedrijven.

INHOUDSOPGAVE

WOORD VOORAF

SAMENVATTING

INHOUDSOPGAVE

Lijst met tabellen	- 10 -
Lijst met figuren	- 11 -
Hoofdstuk 1: Probleemstelling	- 12 -
1.1. Praktijkprobleem	- 12 -
1.2. Opbouw thesis	- 14 -
Hoofdstuk 2: Wat is een familiebedrijf?	- 17 -
2.1. Definitie familiebedrijf	- 17 -
2.2. Theorie voor de familiebedrijven	- 24 -
2.3. Onderscheid familiebedrijven en niet-familiebedrijven	- 25 -
2.3.1. Structuur	- 25 -
2.3.2. Strategie	- 30 -
2.3.3. Prestaties	- 34 -
2.3.4. Perceptie ten opzichte van het bedrijf	- 35 -
2.4. Besluit	- 36 -
Hoofdstuk 3: De determinanten van de kapitaalstructuur	- 38 -
3.1. Inleiding	- 38 -
3.2. Modigliani en Miller	- 38 -
3.3. Trade-off theorie / financiële moeilijkheden	- 39 -
3.4. Agency theorie	- 40 -

3.4.1.	Inleiding.....	- 40 -
3.4.2.	De verschillende agency kosten.....	- 42 -
3.4.2.1.	Agency kosten verbonden aan extern eigen vermogen.....	- 42 -
3.4.2.2.	Agency kosten verbonden aan schuldfinanciering.....	- 44 -
3.4.2.3.	Agency kosten als gevolg van informatieasymmetrie.....	- 45 -
3.4.3.	De relatie tussen de kapitaalstructuur en de agency kosten.....	- 46 -
3.4.4.	Vershil in agency conflicten in publieke bedrijven en private bedrijven	- 47 -
3.5.	Pecking Order.....	- 49 -
3.6.	Besluit.....	- 49 -
Hoofdstuk 4: Agency conflicten in familiebedrijven.....		- 51 -
4.1.	De agency kosten in een familiebedrijf.....	- 51 -
4.2.	Het begrip altruïsme.....	- 53 -
4.2.1.	Verklaring van het begrip altruïsme.....	- 53 -
4.2.2.	Positieve kijk op altruïsme.....	- 53 -
4.2.3.	Negatieve kijk op altruïsme.....	- 54 -
4.3.	Het begrip nepotisme.....	- 55 -
4.4.	Besluit.....	- 57 -
Hoofdstuk 5: Formulering van hypothesen.....		- 59 -
5.1.	Familiale eigendom.....	- 59 -
5.2.	Familiale bestuur.....	- 64 -
5.2.1.	De invloed van het familiale bestuur in familiebedrijven.....	- 64 -
5.2.2.	Stichters versus opvolgers.....	- 66 -
5.3.	Vershil in risico in familiebedrijven en niet-familiebedrijven.....	- 67 -
5.4.	Besluit.....	- 70 -
Hoofdstuk 6: Empirische resultaten.....		- 71 -
6.1.	Samenstelling van de databank.....	- 71 -
6.1.1.	De bedrijven.....	- 71 -

6.1.2.	De variabelen.....	- 73 -
6.1.2.1.	De primaire variabelen	- 74 -
6.1.2.2.	Controlevariabelen	- 76 -
6.2.	Beschrijvende univariate analyse	- 77 -
6.3.	Multivariate testen	- 82 -
6.3.1.	Bedrijfsdiversificatie	- 82 -
6.3.2.	Schuldgraad.....	- 86 -
6.3.3.	Curvilineaire relaties	- 88 -
6.3.4.	Waarde	- 89 -
6.3.5.	Risico	- 92 -
6.4.	Robuustheid van de verschillende testen.....	- 93 -
6.4.1.	Alternatieve Metingen	- 93 -
6.4.2.	Simultaniteitsprobleem.....	- 96 -
6.4.3.	Definitie van een familiebedrijf.....	- 98 -
6.4.4.	Het verschil in corporate governance in België en Nederland	- 99 -
6.4.5.	Andere Beschouwingen.....	- 101 -
Hoofdstuk 7:	Conclusies.....	- 102 -
Lijst geraadpleegde werken		- 105 -

Bijlagen

Lijst met tabellen

Tabel 1:	Familiebetrokkenheid, Eigendomspatronen en de dynamische definitie	- 20 -
Tabel 2:	Onderscheid tussen familiesysteem en bedrijfssysteem	- 26 -
Tabel 3:	Doelen van familiebedrijven	- 32 -
Tabel 4:	Relatie tussen strategie, doelen en perceptie van de omgeving	- 33 -
Tabel 5:	Family Dimension versus Business Dimension	- 35 -
Tabel 6:	Effect van stichters/opvolgers/buitenstaanders op de waarde van een bedrijf.....	- 65 -
Tabel 7:	Gemiddelde waarden voor de variabelen	- 77 -
Tabel 8:	Herziening gemiddelde waarden voor de variabelen	- 78 -
Tabel 9:	Correlatietabel.....	- 80 -
Tabel 10:	Relatie tussen familiale eigendom enerzijds en bedrijfsdiversificatie en schuldgraad anderzijds	- 81 -
Tabel 11:	Verdeling van familiebedrijven over de sectoren	- 82 -
Tabel 12:	Regressie resultaten van bedrijfsdiversificatie	- 85 -
Tabel 13:	Regressie resultaten van de schuldgraad.....	- 87 -
Tabel 14:	Curvilineaire relaties tussen familiale eigendom enerzijds en diversificatie en schuldgraad anderzijds.....	- 89 -
Tabel 15:	Regressie resultaten van de waarde	- 91 -
Tabel 16:	Regressie resultaten van risico.....	- 92 -
Tabel 17:	Alternatieve metingen van de hoofdvariabelen.....	- 95 -
Tabel 18:	2-fase OLS regressies voor diversificatie, schuldgraad en waarde enerzijds en familiale eigendom anderzijds.....	- 97 -
Tabel 19:	Regressie van bedrijfsdiversificatie onder verschillende definities van familiebedrijven	- 98 -
Tabel 20:	Regressie van bedrijfsdiversificatie rekening houdend met verschil in corporate governance tussen de landen	- 100 -

Lijst met figuren

Figuur 1:	De F-PEC schaal (Astrachan, Klein & Smyrniotis, 2002)	- 22 -
Figuur 2:	De relatie tussen ervaring en opvolging (Astrachan, Klein & Smyrniotis, 2002)	- 23 -
Figuur 3:	Het SFBmodel (Olson e.a., 2003).....	- 25 -
Figuur 4:	Het Driecirkelmodel van Davis en Tagiuri (Lievens ,2004)	- 29 -
Figuur 5:	Het strategisch management proces (Sharma, Chrisman & Chua, 1997).....	- 31 -
Figuur 6:	Overzicht van agency theorie (Eisenhardt, 1989)	- 41 -
Figuur 7:	De relatie tussen de kapitaalstructuur en de agency kosten (Jensen & Meckling, 1976)	- 46 -
Figuur 8:	Self-control problemen in private en familiebedrijven (Lubatkin e.a., 2005)	- 48 -

Hoofdstuk 1: Probleemstelling

1.1. Praktijkprobleem

De laatste decennia is de belangstelling in de academische wereld voor familiebedrijven beduidend toegenomen. Dit is ook niet verwonderlijk, daar het familiebedrijf de meest voorkomende bedrijfsvorm over de hele wereld is. (La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999) Er bestaan zelfs diverse gerenommeerde tijdschriften die specifiek aandacht besteden aan familiebedrijven, zoals onder andere de "Family business review" en het "Journal of Family and Economic Issues". Ook bestaan er tal van organisaties voor familiebedrijven zoals onder andere het "Family Business Network International". (Engels, 2004)

Er worden ook enorm veel bedrijven gecontroleerd door een familie. Over de hele wereld worden 30% van de grote bedrijven gecontroleerd door een familie in vergelijking met 18% door de staat en 36% door diverse kleine aandeelhouders. In België specifiek worden maar liefst 50% van de grote bedrijven gecontroleerd door een familie, in vergelijking met amper 5% door de staat en 5% door diverse aandeelhouders. Wanneer we kijken naar de middelgrote bedrijven, liggen deze cijfers op wereldvlak nog hoger. Maar liefst 45% van de middelgrote bedrijven wordt gecontroleerd door een familie, 15% door de staat en 24% door diverse aandeelhouders. In België wordt 40% van de middelgrote bedrijven gecontroleerd door een familie, 20% door diverse aandeelhouders en 30% door de staat. Hieruit mag men besluiten dat enorm veel bedrijven gecontroleerd worden door een familie. Deze cijfers en die van andere landen zijn terug te vinden in bijlage 1. (La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999)

De bijdrage aan het BBP van familiebedrijven in de VS is maar liefst 50% wanneer men familiebedrijven omschrijft aan de hand van een zeer brede definitie¹. Bij het toepassen van een engere definitie ligt deze waarde tussen de 20% en 40%. Als men kijkt naar het percentage beroepsbevolking dat tewerkgesteld wordt in familiebedrijven in de VS, merkt men duidelijk dat familiebedrijven ook hierin een belangrijke rol spelen: 59% bij een bredere definitie en 15% onder toepassing van een engere definitie. Bovendien zorgen ze voor een werkaanbod van 78% onder toepassing van de brede definitie en 19% onder toepassing van de engere definitie. Deze percentages geven de uiterste waarden aan, afhankelijk van de definitie. We kunnen uit deze cijfers besluiten dat familiebedrijven zeker een belangrijke bijdrage leveren tot het BBP, de tewerkstelling en het werkaanbod. (Shanker & Astrachan, 1996)

Er bestaan verschillende topics die aan bod komen in het onderzoek naar familiebedrijven. Een eerste belangrijke topic is het definiëren van de precieze betekenis en inhoud van een familiebedrijf. Dit blijkt een zeer moeilijke topic te zijn. Veel onderzoekers hebben immers reeds een definitie bepaald, maar er is nog geen definitie ontwikkeld die een wijdverspreide acceptatie kent. De meeste definities baseren zich op familiebetrokkenheid, er is echter een groot verschil in interpretatie van dit begrip. Een tweede vaak besproken topic, is de structuur van een familiebedrijf. Meer specifiek handelt deze topic over de interactie tussen het bedrijfssysteem en het familiesysteem. Vervolgens krijgen de strategie van een familiebedrijf en hun prestaties ervan ook de nodige aandacht in de literatuur. Zo komt de strategie van product- en servicekwaliteit meer voor in een familiebedrijf dan bijvoorbeeld deze van kostenleiderschap. Familiebedrijven zijn immers erg bekommerd om de reputatie van de familie, en wensen deze niet op het spel te zetten door producten van mindere kwaliteit te leveren. De prestaties van een familiebedrijf hangen zowel af van het emotionele kapitaal, (de familiebanden) en het financiële kapitaal. Bedrijven met een hoog emotioneel en financieel kapitaal hebben de grootste overlevingskans. Tot slot wordt aan de

¹ De definitie van een familiebedrijf wordt uitvoerig besproken in hoofdstuk 2

financiering van een familiebedrijf ook ontzettend veel aandacht in de literatuur geschonken. Binnen deze topic is het vraagstuk van de optimale kapitaalstructuur erg belangrijk. Op deze topic zal deze thesis zich toeleggen.

Familiebedrijven wensen een antwoord te krijgen op de vraag naar het bestaan van een optimale kapitaalstructuur en dit om te achterhalen op welke manier zij hun bedrijf het best kunnen financieren. De optimale kapitaalstructuur is de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen die de aandeelhouderswaarde maximaliseert. Dit laatste is immers het ultieme doel van elk bedrijf en dus ook die van een familiebedrijf. (Cools, 1990)

Om een antwoord te kunnen geven op bovenstaand praktijkprobleem, dient men eerst de volgende onderzoeksvraag te stellen: **Wat zijn de determinanten van de schuldgraad in familiebedrijven?** Dit vormt dan ook de centrale onderzoeksvraag en tevens de titel van deze thesis. Door het bepalen van deze determinanten weet men waarvan de optimale verhouding afhankelijk is, waardoor deze voor elk familiebedrijf bepaald kan worden.

Deze centrale onderzoeksvraag werd verder onderverdeeld in verschillende deelvragen:

- Heeft familiale eigendom een invloed op de schuldgraad?
- Bestaat er een verband tussen familiale bestuur en de schuldgraad?
- Zijn familiebedrijven geneigd tot het nemen van minder risico dan niet-familiebedrijven?

We beperken ons onderzoek tot de beursgenoteerde familiebedrijven in België en Nederland. Deze beperking werd ingevoerd omdat van beursgenoteerde bedrijven gemakkelijk en veel informatie bekomen kan worden.

1.2. Opbouw thesis

In het eerstvolgende hoofdstuk trachten we een beter begrip te krijgen van de betekenis van een familiebedrijf. Een goed begrip van het onderzoeksobject, zal ons het de verdere

verloop van de studie zeker en vast van pas komen. Hiervoor gaan we op zoek naar de definitie van een familiebedrijf. Vervolgens beschrijven we enkele theorieën over familiebedrijven en onderzoeken we waarin een familiebedrijf verschilt van een niet-familiebedrijf. We gaan na of er verschillen bestaan in de structuur, strategie, prestaties en percepties van beide types van bedrijven.

In het derde hoofdstuk beschrijven we de verschillende theorieën over de kapitaalstructuur. Dit onderzoek start met de befaamde theorie van Modigliani en Miller. Het accent in dit hoofdstuk wordt gelegd op de agency theorie. Met deze theorie kan heel goed de invloed van een bepaalde determinant onderzocht worden en dit door na te gaan of de determinant de agency kosten verhoogt of verlaagt.

Recente ontwikkelingen binnen de agency theorie halen aan dat ook in een familiebedrijf agency conflicten voorkomen, in tegenstelling tot wat men initieel had verwacht. Agency conflicten zijn conflicten tussen de verschillende belangengroepen die ontstaan doordat iedere groep zijn eigen doelstelling heeft en deze nastreeft. De verschillende doelstellingen kunnen met elkaar botsen en zo ontstaan conflicten. We bespreken in het vierde hoofdstuk welke agency conflicten specifiek terug te vinden zijn in een familiebedrijf en welke invloed ze hebben op de kapitaalstructuur. Daarna bespreken we in dit hoofdstuk het begrip "altruïsme" en het effect ervan op de kapitaalstructuur. "Altruïsme" betekent dat de welvaart van individuen positief gerelateerd is aan de welvaart van anderen. Het bemoedigt familieleden om voor elkaar te zorgen in tijden van nood. Dit kan zowel nadelig als voordelig zijn voor het bedrijf. (Shulze, Lubatkin & Dino, 2003) Vervolgens bespreken we het begrip "nepotisme". Dit is het fenomeen waarbij de familiebanden de economische logica van het bedrijfsleven overtreffen. (Stewart, 2003) In zekere zin kan men stellen dat nepotisme een fenomeen is, gelijkaardig aan altruïsme, maar dat nepotisme verder gaat dan altruïsme, zelfs zo ver dat het een zéér negatieve invloed kan hebben op de bedrijfswerking.

In het vijfde hoofdstuk beschrijven we de verschillende begrippen die een rechtstreekse of onrechtstreekse invloed kunnen hebben op de schuldgraad. Allereerst gaan we na of

“familiale eigendom” een invloed heeft op de schuldgraad van een familiebedrijf. “Familiale eigendom” wordt gedefinieerd als het percentage aandelen dat de familie bezit binnen het bedrijf. Vervolgens onderzoeken we de invloed van “familiale bestuur”. Dit is de rol die de familie heeft in het bestuur. We gaan na of het hebben van “familiale bestuur” de relatie tussen “familiale eigendom” en de schuldgraad versterkt of verzwakt. Verder bekijken we of familiebedrijven meer of minder risico durven nemen in vergelijking met niet-familiebedrijven. Dit risico beïnvloedt natuurlijk ook de kapitaalstructuur.

In het zesde hoofdstuk gaan we deze bevindingen testen met een empirisch onderzoek. Het verloop van dit onderzoek en de resultaten ervan worden ook opgenomen in dit hoofdstuk.

Hoofdstuk 2: Wat is een familiebedrijf?

2.1. Definitie familiebedrijf

Een definitie vinden voor een familiebedrijf blijkt niet gemakkelijk. Een bedrijf wordt volgens de EU gedefinieerd als: "An entity engaged in an economic activity, irrespective of its legal form. This includes, in particular, self-employed persons and family businesses engaged in craft or other activities, and partnerships or associations regularly engaged in economic activity". (EU, 2003, geciteerd door Engels, 2004) In deze definitie merken we op dat de Europese commissie geen expliciet onderscheid maakt tussen een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf. De reden hiervoor is volgens Engels (2004) dat de meeste bedrijven van oorsprong familiebedrijven zijn en dat dit niet nogmaals benadrukt hoeft te worden.

Veel onderzoekers hebben wel een definitie bepaald voor een familiebedrijf (zie bijlage 2). Er is echter nog geen definitie ontwikkeld die een wijdverspreide acceptatie kent. Wanneer men de verschillende definities van bijlage 2 met elkaar vergelijkt, kan men opmerken dat hier véél verschillen bestaan. Deze definities zijn bijna allemaal gebaseerd op het begrip familiebetrokkenheid omdat ze beweren dat dit hetgeen is wat een familiebedrijf onderscheidt van een niet-familiebedrijf. Ze hebben echter elk een eigen interpretatie van het begrip familiebetrokkenheid. Sommige beweren dat je enkel een familiebedrijf bent wanneer de familie zowel het eigendom als het management in handen heeft. Anderen beweren dat één van de twee voldoende is. Op basis van de bovengestelde verschillen kunnen familiebedrijven ingedeeld worden in drie categorieën: namelijk deze met familiale eigendom en bestuur, deze met familiale eigendom maar geen familiale bestuur en deze met familiale bestuur maar geen familiale eigendom. (Chua, Chrisman & Sharma, 1999; Litz, 1995)

Alle onderzoekers zijn het erover eens dat bedrijven uit de eerste categorie wel degelijk familiebedrijven zijn. Over de twee andere categorieën bestaat echter heel wat onenigheid. Uit interviews met familiebedrijven is men echter ook niet wijzer geworden. Het ene bedrijf

dat al 3 generaties geleid wordt door een familie, beweert geen familiebedrijf te zijn, terwijl een ander gelijkaardig bedrijf het wel beweert te zijn. Verder zijn er ook nog verschillen in de definities die familiale eigendom als kenmerk aanhalen. Ze zijn het oneens over de vorm van het eigendom. Zo kunnen 8 vormen onderscheiden worden:

- 1 : een individu
- 2 : twee personen, niet gerelateerd door bloed of huwelijk
- 3 : twee personen, gerelateerd door bloed of huwelijk
- 4 : een typerend gezin
- 5 : meer dan één typerend gezin
- 6 : een verspreide familie
- 7 : meer dan één verspreide familie
- 8 : het publiek

Wanneer het eigendom in handen is van een typerend gezin, zijn alle onderzoekers het erover eens dat dit een familiebedrijf is. Over de andere vormen bestaat onenigheid, vooral over het publieke eigendom. (Chua, Chrisman & Sharma, 1999)

Westhead & Cowling (1999) nuanceren deze bevindingen omdat het gebruik van één bepaalde definitie kan leiden tot een vertekening van de resultaten. Zij hebben dan ook hun studie gebaseerd op verschillende definities en hieruit een algemene conclusie geformuleerd. Deze conclusie was niet geldig voor iedere definitie afzonderlijk, maar wel voor de meeste definities. Deze methode van werken is echter vrij omslachtig. Het lijkt ons daarom beter een onderzoek te verrichten naar welke definitie nu de beste is.

De vraag die we ons dan ook stellen is: “welke definitie is de beste?”. Om een antwoord te vinden op deze vraag, kijken we eerst naar de twee benaderingen voor het hanteren van een definitie volgens Litz (1995). Vervolgens bespreken we waaraan een goede definitie volgens Chua, Chrisman en Sharma (1999) moet voldoen. Litz (1995) haalt aan dat er twee benaderingen zijn voor het hanteren van een definitie: de statische of structurele

benadering en de dynamische of intentionele benadering. De statische benadering legt hoofdzakelijk de nadruk op de structurele dimensies. De definities van bijlage 2 zijn hier voorbeelden van. De dynamische benadering concentreert zich dan weer op keuzes en bijhorende intenties. Misschien kan men op basis van een dynamische benadering wel een éénduidige definitie creëren. Dit zal nagegaan worden in de volgende paragrafen.

Een definitie van een familiebedrijf moet, volgens Chua, Chrisman & Sharma (1999), zijn uniciteit identificeren, want het is deze uniciteit die ervoor zorgt dat het de moeite loont het begrip te bestuderen en te differentiëren. We dienen dus na te gaan wat het is dat een familiebedrijf uniek maakt. Het is immers niet de familiebetrokkenheid die het bedrijf uniek maakt maar wel de specifieke structuur van eigendom, governance, management en opvolging die ervoor zorgt dat een familiebedrijf zich anders kan gedragen dan een niet-familiebedrijf. Anders gezegd, een familiebedrijf is er één omdat het zich als een familiebedrijf gedraagt en dit gedrag is verschillend aan dat van een niet-familiebedrijf.

De volgende dynamische definitie is daarom geschikter: “The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families” (Chua, Chrisman & Sharma., 1999:25)

In deze definitie erkent men twee belangrijke kenmerken: visie en opvolgingspolitiek. Deze twee kenmerken maken het essentiële onderscheid in familiebedrijven. Bedrijven die zowel familiale eigendom bezitten en bestuurd worden door familiale managers, zijn volgens deze definitie automatisch familiebedrijven. Bedrijven die ofwel familiaal bestuur of familiale eigendom hebben, kunnen familiebedrijven zijn afhankelijk van hun visie en opvolgingspolitiek. Hetzelfde geldt voor de verschillende controlerende eigendomsvormen. (zie tabel 1)

Bovenstaande definitie is een theoretische definitie die twee objecten, fenomenen of entiteiten van elkaar kan onderscheiden op een conceptuele basis. Er bestaan echter ook operationele definities die de observeerbare en meetbare kenmerken identificeren die twee objecten, fenomenen of entiteiten differentiëren. Beide soorten van definities hebben elkaar nodig. De theoretische definitie zet het raamwerk waarbinnen de operationele definitie moet afgeleid worden, maar zonder een operationele definitie kan de theoretische definitie niet toegepast worden. (Engels, 2004)

Tabel 1: Familiebetrokkenheid, Eigendoms patronen en de dynamische definitie

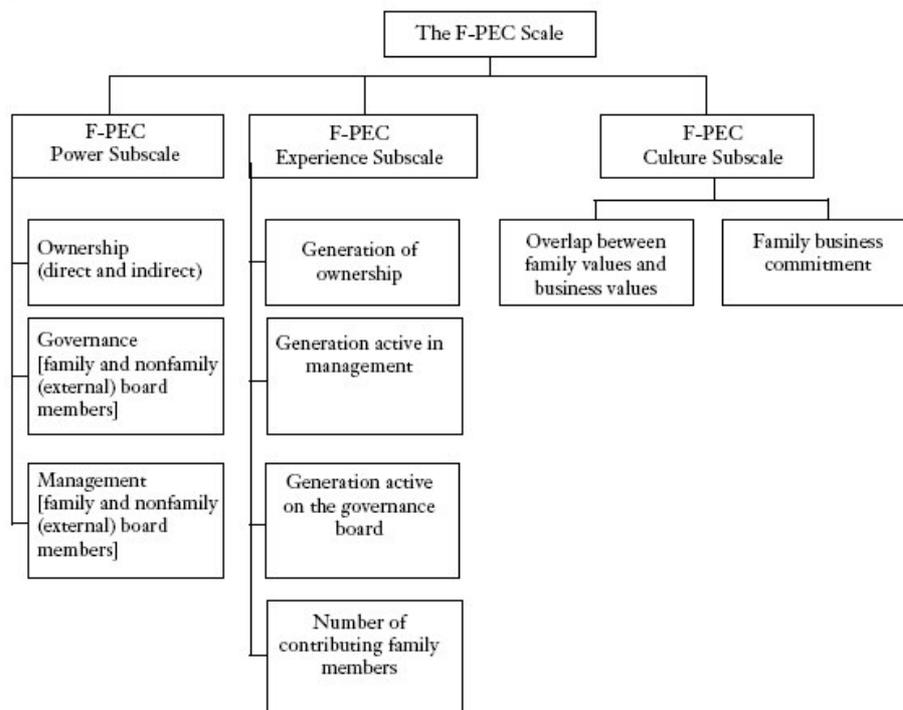
	Family Vision	Potential Cross-Generational Sustainability
Family involvement		
Family owned and family managed	Since the business is family owned, the family must have developed the vision being pursued or agreed to it.	Being family owned and family managed, the potential for the next generation to be involved in either or both exists.
Family owned but not family managed		With family ownership, there is always the potential for the next generation to continue pursuing the same vision or even re-assume management control if so desired.
Family managed but not family owned	If the business is managed by a family that does not own the company, then the family must be the one that developed the vision for the firm to be considered a family business under the definition.	One or more members of the managing family must have the potential to continue pursuing the managing family's vision for this firm to be considered a family business under this definition.
Pattern of controlling ownership		
Individual	If the business is controlled by an individual or family fitting any of these patterns, then the owner or owners will have developed the formal or implicit vision being pursued or agreed to it.	As long as the individual, the two persons, the nuclear family, or extended family has the potential of having a spouse, sibling, partner, or children continue to pursue the vision, then the ownership pattern is included in the definition.
Two persons, unrelated by blood or marriage		
Two persons, related by blood or marriage		
A nuclear family		
More than one nuclear family		
An extended family		
More than one extended family		
The public	For this ownership pattern to qualify as a family business, the managing family has to be the one that developed the vision.	For this ownership pattern to qualify as a family business, the top manager must have a sibling, spouse, or child able, willing, and approved by the owners to take over and continue pursuing the vision.

Uit Chua, Chrisman & Sharma (1999)

Omdat het heel moeilijk is intenties te meten, gaan Chua, Chrisman & Sharma (1999) in een empirische studie na of een combinatie van de componenten van familiebetrokkenheid (eigendom, management, governance en het bestaan van opvolgers) kan dienen als substituuat voor de vereiste van een visie ontwikkeld en uitgeoefend door een dominante coalitie gecontroleerd door de familie. Ze gaan na of de componenten van familiebetrokkenheid kunnen dienen als voorspellers van de intenties van een familie. In deze studie worden opvolging en vakbekwaamheid gebruikt. Hoe sterker en consistent de relatie tussen de componenten van familiebetrokkenheid en de opvolging en vakbekwaamheid is, hoe sterker de link tussen de operationele metingen van familiebetrokkenheid en het theoretische concept van visie als differentiërende factor tussen familie en niet-familiebedrijven. Als deze relatie sterk is, kunnen we een operationele definitie gebruiken op basis van de componenten van familiebetrokkenheid. De resultaten van dit onderzoek zijn echter niet bevredigend. De test heeft een lage R^2 waarde wat de volgende implicaties heeft: veel bedrijven met een gelijkaardige structuur van familiebetrokkenheid kunnen totaal verschillende intenties hebben. Bovendien vormen de componenten van familiebetrokkenheid geen goede indicators voor mogelijke intenties. Een familiebedrijf kan dus niet worden gedifferentieerd van een ander op basis van familiebetrokkenheid maar enkel op basis van visies en intenties.

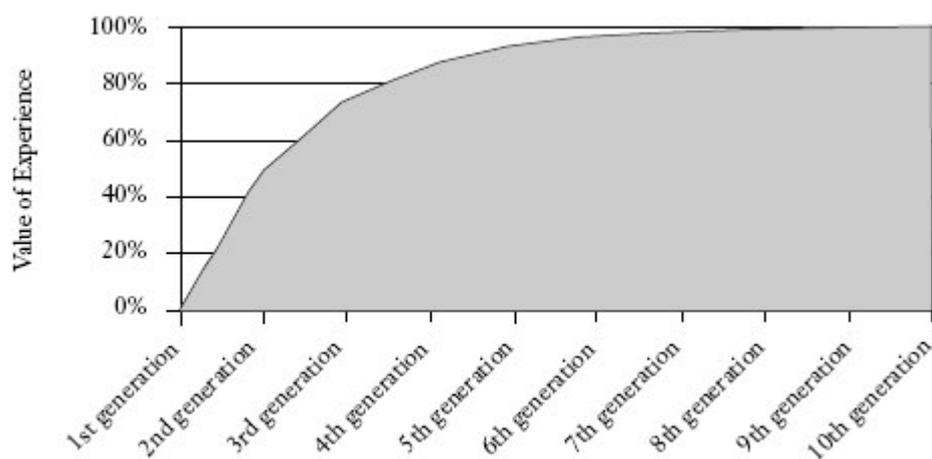
De dynamische benadering van Engels (2004) is dus beter, maar helaas niet geschikt voor een wetenschapper die een sluitend onderscheid moet kunnen maken om zo gerichte onderzoeksresultaten te verkrijgen. Het onderscheid tussen intenties en visies vereist dat een wetenschapper steeds deze visie zal moeten nagaan, wat niet altijd even gemakkelijk is.

Een alternatieve methode die kan gebruikt worden is de F-PEC schaal. In tegenstelling tot een variabele die de waarde ja of neen kan aannemen, of anders gezegd voldoet aan de definitie of niet, maakt men gebruik van een continue schaal die de invloed van de familie weergeeft. Er zijn drie belangrijke dimensies/subschalen die de invloed van de familie op een bedrijf weergeven. Dit zijn: macht (power), ervaring (experience) en cultuur (culture). (Astrachan, Klein & Smyrnios, 2002)



Figuur 1: De F-PEC schaal (Astrachan, Klein & Smyrnios, 2002)

De subschaal macht drukt de hoeveelheid macht uit die de familie heeft door aandelenbezit of door het besturen van het bedrijf. Ze kan deze besturen door deel uit te maken van het management of van de raad van bestuur. De macht wordt gemeten door het aantal aandelen in handen van de familie, het percentage aan topmanagementposities en het aantal plaatsen in de raad van bestuur gehouden door de familie. De F-PEC schaal is niet begaan met het feit of de CEO bijdraagt tot betere prestaties en of hij zorgt voor een reductie van de kosten. Ze meet enkel de algehele macht die de familie heeft. Deze is immers additief en uitwisselbaar: twee eigenschappen waaraan men dient te voldoen om te kunnen werken met een continue schaal. Deze subschaal meet zowel de directe als de indirecte invloed van macht. Wanneer een familie bijvoorbeeld 50% van de aandelen bezit van een holdingbedrijf, dat op zijn beurt weer 50% bezit van een bedrijf, dan bezit de familie 25% machtsinvloed in dat bedrijf. (Klein, Astrachan & Smyrnios, 2005)



Figuur 2: De relatie tussen ervaring en opvolging (Astrachan, Klein & Smyrnios, 2002)

De tweede subschaal, de ervaring, wordt bepaald door de generatie van opvolging, de generatie actief in het management en actief in de raad van bestuur. Vele onderzoekers beweren dat men pas kan spreken van een familiebedrijf indien er een transfer is naar de volgende generatie. De meeste onderzoekers zijn het er bovendien over eens dat iedere opvolging naar de volgende generatie ervaring toevoegt aan het bedrijf. De ervaring kent vooral een enorme toename bij de overgang van de eerste naar de tweede generatie omdat de relatie tussen ervaring en opvolging exponentieel verloopt (zie figuur 2).

De laatste subschaal, de cultuur, wordt bepaald door de overlapping van familie- en bedrijfswaarden en het engagement/betrokkenheid van de familie. Deze bedrijfswaarden ziet men onder andere weerspiegeld in de stijl van communicatie en de wijze waarop men met conflicten omgaat. Deze zijn moeilijk te meten en vragen enorm veel tijd om te bestuderen in een bedrijf. Daarom baseert men zich op de kijk van de CEO ten opzichte van de overlap tussen familie- en bedrijfswaarden. Voor het meten van het engagement doet men beroep op de Family Business Commitment Questionnaire van Carlock en Ward. Volgens hen wordt engagement bepaald op basis van 3 factoren: het persoonlijke geloof en bijdrage aan de doelen en visie van het bedrijf, de bereidheid om bij te dragen aan de organisatie en het verlangen naar een vertrouwensband met het bedrijf. (Klein, Astrachan & Smyrnios, 2005)

De 3 belangrijkste doelen van deze schaal zijn: het kunnen vergelijken van verschillende bedrijven, het bepalen van de hoeveelheid familiebetrokkenheid en het gebruik van de variabele familiebetrokkenheid in economische modellen. Een voorbeeld van de F-PEC vragenlijst vindt men terug in bijlage 3. (Klein, Astrachan & Smyrnios, 2005)

2.2. Theorie voor de familiebedrijven

Een theorie van een bedrijf beschrijft de bestaansreden van het bedrijf. Het geeft de randvoorwaarden waarin de bestaande structuur van een bedrijf beschreven moet worden. Er bestaat helaas nog geen theorie van een familiebedrijf. Een dergelijke theorie zou moeten aangeven waarom familiebedrijven bestaan en waarom de betrokkenheid van de familie zou leiden tot een competitief voordeel. (Engels, 2004)

Een eerste aanzet tot een theorie is volgens Engels (2004) de "Resource Based View". Het uitgangspunt van deze methode is dat middelen of bronnen effectief worden ingezet om een bepaald resultaat te bekomen. Familiebedrijven beschikken over bijkomende bronnen waardoor zij efficiënter kunnen werken en zo een competitief voordeel behalen. Deze bronnen zijn specifiek, complex, dynamisch en ontastbaar. Familiebedrijven beschikken over een competitief voordeel omdat zij genieten van de positieve aspecten van familiaal gedrag. Dit wil zeggen dat de familie het bedrijf beschouwt als een middel voor het bepalen van materiële en sociale zekerheid voor de huidige en voor de volgende generaties. Het kapitalistische winststreven is in een familiebedrijf ondergeschikt aan de bloei, het prestige en de continuïteit van de familie. (Poza, Hanlon & Kishida, 2004; Engels, 2004)

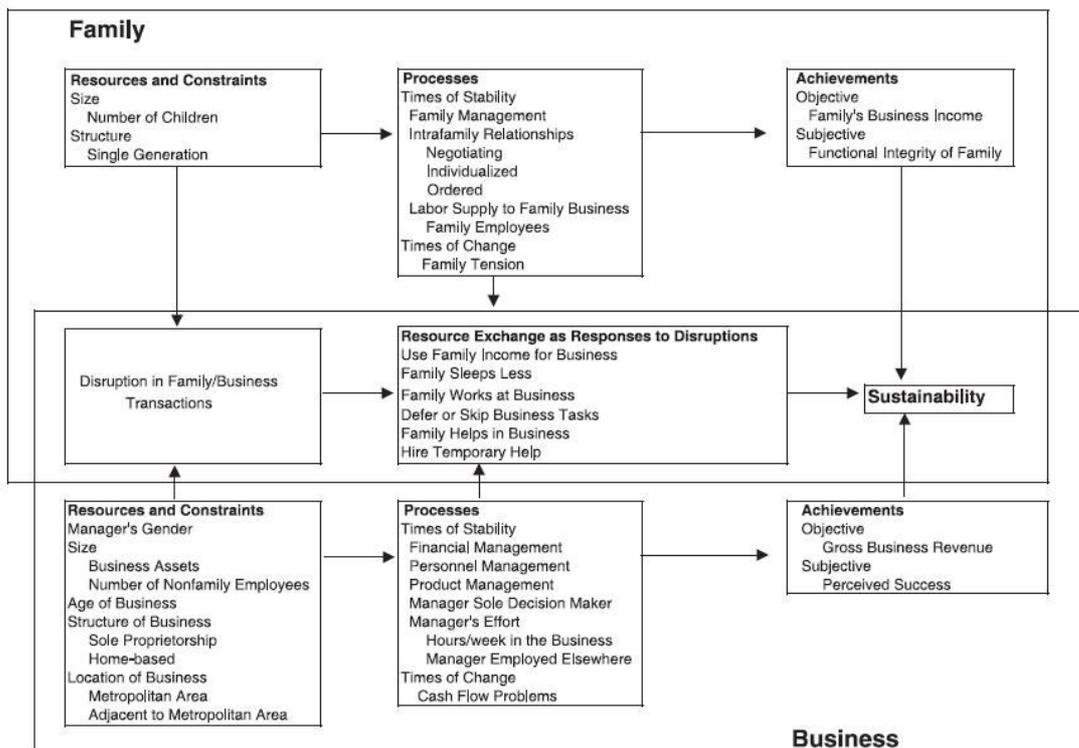
De additionele bronnen waarover een familiebedrijf beschikt zijn: mensen, sociale aspecten, drang tot overleven, geduld, governance structuur en een efficiëntere en effectievere informatieoverdracht. Een voorbeeld van dit competitief voordeel is dat wanneer een niet-familiebedrijf in financiële moeilijkheden geraakt, ze geneigd is werknemers te ontslaan. Een familiebedrijf heeft meer geduld en vindt een ontslag over het algemeen sociaal niet verantwoord. Zo krijgen de werknemers van een familiebedrijf een sterk vertrouwen in het

management. Dit geeft aanleiding tot een hogere productiviteit en lager ziekteverzuim. (Engels, 2004)

Poza, Hanlon & Kishida (2004) halen nog een andere belangrijke additionele bron aan die leidt tot competitieve voordelen. In een familiebedrijf is er een overlapping tussen eigendom en management. Deze overlapping zorgt voor een verlaging van controlekosten, financiële rapportering en administratieve kosten. Bovendien zorgen ze voor een sneller beslissingsproces en verhogen ze de efficiëntie van investeringsactiviteiten.

2.3. Onderscheid familiebedrijven en niet-familiebedrijven

2.3.1. Structuur



Figuur 3: Het SFB-model (Olson e.a., 2003)

Familiebedrijven hebben een vrij complexe structuur, die het best beschreven kan worden aan de hand van het SFB-model (sustainable family business model) (zie figuur 3) Een

gewoon bedrijf handelt enkel binnen het bedrijfssysteem. Voor een familiebedrijf bestaat er echter een overlap tussen de twee systemen. De verschillen tussen beide systemen vindt men in tabel 2.

Tabel 2: Onderscheid tussen familiesysteem en bedrijfssysteem

Kenmerken familiesysteem	Kenmerken bedrijfssysteem
<ul style="list-style-type: none">• Gebaseerd op emoties• Leden kennen levenslang lidmaatschap• Gericht op stabiliteit• Naar binnen gericht• Acceptatie om wie men is• Opvoeden en verzorgen	<ul style="list-style-type: none">• Gebaseerd op taken en resultaten• Leden kennen tijdelijk lidmaatschap• Omgaan met veranderingen• Naar buiten gericht• Beoordeling op basis van prestaties• Ontwikkelen van kennis en ervaring

Uit Engels (2004)

Het belangrijkste onderscheid tussen beide systemen is volgens James (1999) het verschil in relaties. In het familiesysteem bestaan er tussen de familieleden impliciete sociale relaties; deze vloeien voort uit het feit dat de familie met elkaar communiceert, samen leeft en bepaalde rituelen met elkaar deelt. Deze relaties verschillen van familie tot familie en zijn in sommige families te zwak om samen een bedrijf te beheren. Het bedrijfssysteem kent echter formele, expliciete en contractuele relaties tussen de leden. De vraag die we ons dan ook terecht kunnen stellen is of deze impliciete sociale relaties voordelig of nadelig zijn voor het beheer van het bedrijf. James (1999) beweert dat de familierelaties in sommige situaties voordelig zijn en in andere nadelig. Ze zijn voordelig wanneer de activiteiten van de werknemers moeilijk te meten en te controleren zijn. Werknemers van een bedrijfssysteem krijgen meestal een beloning op basis van hun prestaties maar wanneer deze moeilijk te meten zijn, is zulk een beloningssysteem moeilijk te handhaven. In een familiesysteem echter bestaan er de gevoelens van trots en schuld, die een

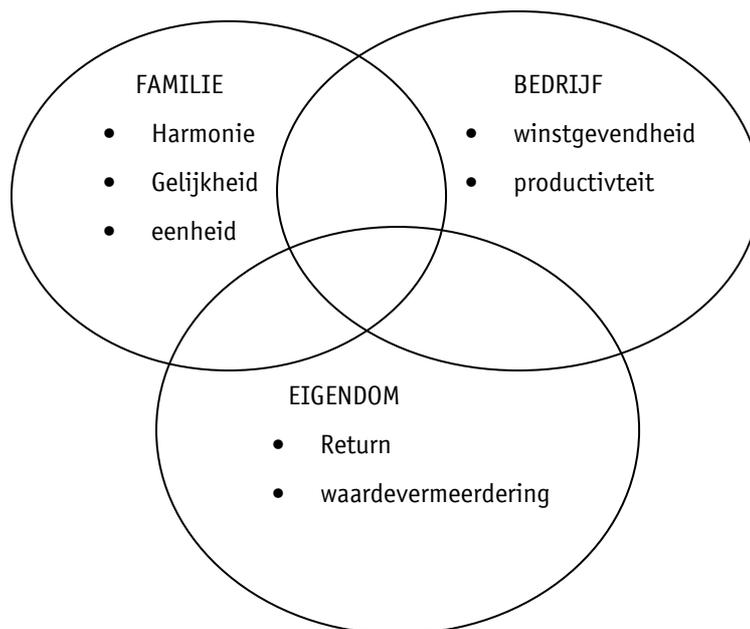
beloningssysteem op basis van prestaties bijkomstig maken. Deze familierelaties zijn ook voordelig wanneer de arbeids- en kapitaalmarkt gelimiteerd is. Wanneer het bedrijf moeilijk kan lenen bij een bank, kan het in het familiesysteem beroep doen op geld van de familie. Een eerdere nadelige situatie is als de familierelaties instabiel zijn en het bedrijf functioneert op een erg competitieve markt, die voortdurende innovatie vereist. Bepaalde familieleden wensen niet te investeren in die nieuwe markt, omdat dit veel risico met zich meebrengt en de familie schrik heeft zijn eigen ingezette middelen te verliezen. Een andere situatie waarin deze familiebanden negatief kunnen zijn is wanneer de markt, waarin het bedrijf actief is, specifieke kennis vereist die de familieleden niet bezitten. Dit laatste kan men enkel oplossen door een externe persoon aan te werven waarmee men geen impliciete sociale banden heeft. In deze twee laatste situaties zijn impliciete sociale relaties niet gewenst en kan men dus best impliciete, contractuele relaties aangaan.

De overlap tussen het familiesysteem en het bedrijfssysteem kan een dilemma veroorzaken doordat de doelstellingen van beide systemen niet aan elkaar gelijk zijn. Wanneer een familiebedrijf voldoende aandacht schenkt aan de volgende vijf factoren, zal dit conflicten voorkomen tussen diverse stakeholders en leidt dit tot een betere balans tussen familie- en bedrijfssysteem. (Engels, 2004)

1. Beheersing : een eerlijk besluitvormingsproces hanteren voor de familie en het bedrijf.
2. Carrière : familieleden moeten een zinvolle bijdrage kunnen leveren aan het bedrijf met een passende beloning gebaseerd op prestaties.
3. Kapitaal : systemen creëren die het mogelijk maken dat familieleden kunnen investeren en eigendomsbelangen kunnen wijzigen zonder dat dit nadelig is voor een ander familielid.
4. Conflict : conflicten aanpakken die ontstaan door een interactie tussen bedrijf en familie of tussen familieleden onderling.
5. Cultuur : de familiewaarden toepassen bij het formuleren en ontwikkelen van de plannen.

Een belangrijke vraag die Olson e.a. (2003) hierbij stellen is of de invloed van de familie bedrijfssucces verhindert of vergemakkelijkt. Het antwoord hierop is dat beide kunnen, of het netto-effect positief of negatief is hangt af van hoe er wordt gereageerd op familiespanningen en hoe de overlap tussen beide systemen beheerd wordt. Het netto-effect is positief wanneer in hectische perioden een familielid bijvoorbeeld meer tijd aan zijn arbeid spendeert ten koste van zijn persoonlijke tijd en niet zozeer ten koste van zijn familie/gezin. Bovendien is dit ook positief wanneer een familielid externe hulp inroept in een hectische periode in plaats van hulp in te roepen van vrienden en andere familieleden. Het tewerkstellen van meer familieleden kan ook het bedrijfssucces verhogen. Het is heel belangrijk om in te zien dat het succes van een familiebedrijf niet afhangt van het succes van het bedrijfssysteem en het familiesysteem apart. Integendeel het hangt af van hoe de overlap tussen beide systemen wordt beheerd.

Ook de manager van een familiebedrijf kan bij het leiden van het bedrijf problemen ondervinden doordat het bedrijfssysteem niet overeenkomt met het familiesysteem. Een manager kan geconfronteerd worden met een bepaalde bedrijfsbeslissing die buiten de beperkingen van het familiesysteem valt. Een beperking kan bijvoorbeeld zijn dat het familiesysteem bepaald heeft om geen geld bij de bank te lenen en enkel geld van de familie te investeren. Er zijn dan drie mogelijke oplossingen: herziening van deze familiebeperking, negeren van de bedrijfsbeslissing of onderhandelen met de familie over de opgelegde beperkingen. Deze onderhandelingen hangen niet alleen af van de vaardigheden van de manager maar ook van zijn macht in het bedrijf. Een manager kan zowel op familievlak als op bedrijfsvlak macht hebben. Wanneer hij op beide vlakken veel macht heeft, zit hij in de gemakkelijkste positie om deze onderhandeling te voeren. Wanneer hij echter enkel over familiemacht of bedrijfsmacht of over geen van beide beschikt, hangen de onderhandelingen voornamelijk af van zijn vaardigheden. (Holland & Boulton, 1984)



Figuur 4: Het Drie-cirkelmodel van Davis en Tagiuri (Lievens, 2004)

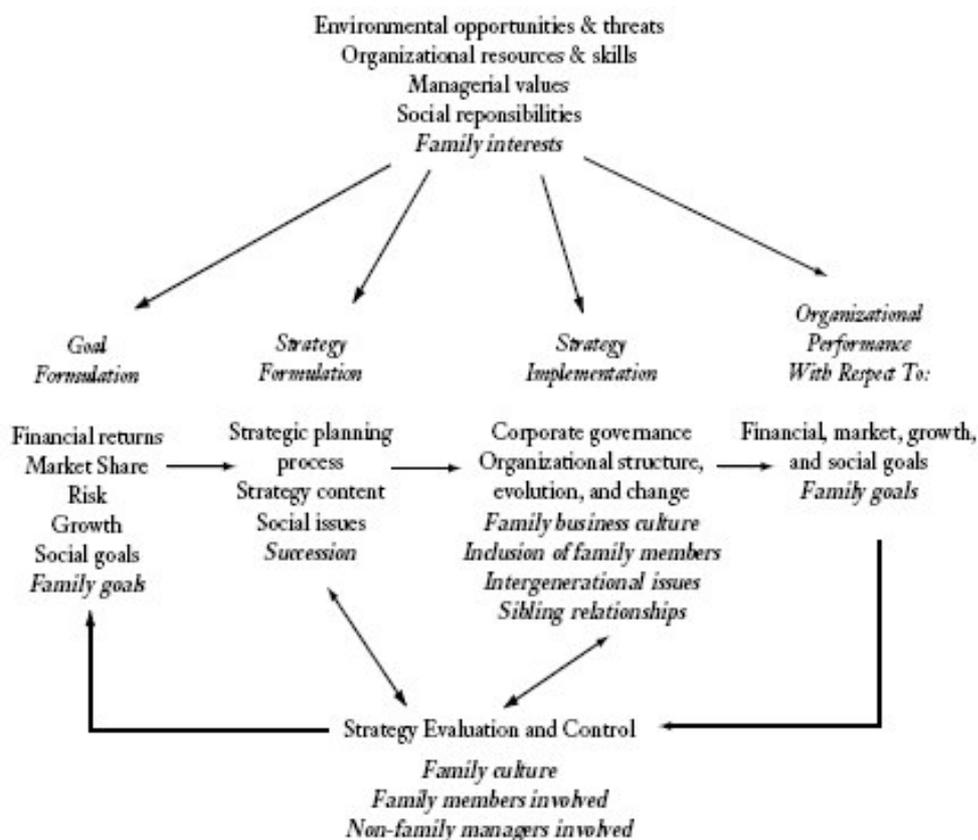
Davis en Tagiuri voegen een extra dimensie toe aan de structuur van een familiebedrijf. Ze beschrijven het familiebedrijf bestaande uit drie subsystemen: de familie, het bedrijf en de eigenaars. Elk van deze 3 subsystemen heeft zijn eigen doelstellingen en waarden. Een familie streeft naar eenheid en harmonie en ze beschouwt de familieleden als gelijken. Men kan de familie vergelijken met een cocon die geborgenheid en veiligheid biedt. Het bedrijf echter is gericht op winstgevendheid en productiviteit. Werknemers worden gewaardeerd als ze meewerken aan deze doelstelling. Ten slotte zijn er de eigenaars die vooral belang hechten aan waardevermeerdering van hun aandelen en de return die het familiebedrijf oplevert. Zij willen risico's vermijden. Dit drie-cirkelmodel van Davis en Tagiuri (zie figuur 4) beschrijft de mogelijke conflicten die kunnen ontstaan. Deze kunnen ontstaan door spanningen binnen een subsysteem: bijvoorbeeld twee broers die ruzie maken om de opvolging van het familiebedrijf. Dit beïnvloedt de andere familierelaties en de prestaties van het familiebedrijf. Conflicten ontstaan ook tussen subsystemen, wanneer het ene subsysteem bijvoorbeeld het andere overheerst. Wanneer de klemtoon te veel op het bedrijf gelegd wordt, zal dit een invloed hebben op de familierelaties. De familie voelt zich immers

ondergewaardeerd en haar loyaliteit zal afnemen. Men moet er dus voor zorgen dat de drie subsystemen in evenwicht zijn. (Lievens, 2004)

Het familiebedrijf bestuderen als de som van verschillende subsystemen heeft volgens Whiteside & Brown (1991) vele nadelen. Een eerste nadeel is de stereotypering van de subsystemen. Het familiesysteem wordt bijvoorbeeld beschouwd als emotioneel en het bedrijfssysteem als rationeel. Ze worden vaak beschouwd als tegengestelde, waardoor men zich terecht kan afvragen hoe twee tegengestelde systemen elkaar kunnen overlappen. Een ander nadeel is de inconsistente en inadequate analyse van de dynamische interrelaties tussen beide systemen. Een gebeurtenis in het ene systeem heeft immers een impact op het andere systeem. Een laatste nadeel is het te eng afbakenen van beide systemen. Waar ligt immers de grens van elk subsysteem? Een betere benadering is volgens hen, het familiebedrijf als één entiteit te bestuderen. Het geheel is immers vaak groter dan de som van de delen.

2.3.2. Strategie

Er zijn volgens Sharma, Chrisman & Chua (1997) zowel gelijkenissen als verschillen in het strategische proces tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. De gelijkenissen liggen in het basisproces van strategisch management dat voor beide bestaat uit een formulering, implementatie en beheersing van de strategie in de context van de doelen van het bedrijf. De doelen, de manier waarop het proces wordt uitgevoerd en de deelnemers in dit proces verschillen echter in beide bedrijven. (Zie ook figuur 5)



**Family influences appear in boldface italic*

Figuur 5: Het strategisch management proces (Sharma, Chrisman & Chua, 1997)

De *bepaling van de doelen* is volgens Van Gils, Voordeckers & Van den Heuvel (2004) afhankelijk van de grootte van het bedrijf, de fase in de levenscyclus en de generatie die het bedrijf leidt. Familiebedrijven zijn dus geen homogene groep met dezelfde doelen. De belangrijkste familiedoelen zijn: verbetering van productkwaliteit, onafhankelijkheid in eigendom en in management en een hoge winstgevendheid. (zie tabel 3) Grotere familiebedrijven focussen zich meer op het vinden van nieuwe markten en het creëren van aandeelhouderswaarde. Wanneer een bedrijf zich in een verdere fase in de levenscyclus bevindt hecht het minder belang aan groei, innovatie, kwaliteit en winstgevendheid. Een bedrijf geleid door de tweede of derde generatie, hecht minder belang aan de onafhankelijkheidsbehoefte.

Tabel 3: Doelen van familiebedrijven

Belangrijkheid van bepaald doel: 1= niet belangrijk 5= belangrijk	Gemiddeld resultaat totale steekproef (N=295)
Verbetering productkwaliteit	4,17
Onafhankelijkheid in eigendom	4,08
Onafhankelijkheid in management	3,94
Hoge winstgevendheid	3,93
Groei	3,70
Innovatief zijn	3,66
Continuïteit	3,53
Detecteren van nieuwe markten	3,41
Creëren van aandeelhouderswaarde	3,31
Creëren van werkgelegenheid voor familie	3,20

Uit: Van Gils, Voordeckers & Van den Heuvel (2004)

De *strategie* wordt *geformuleerd* op basis van de gestelde doelen en de perceptie van de externe omgeving. De Vlaamse familiebedrijven kunnen op basis hiervan ingedeeld worden in 4 groepen. (zie tabel 4) 39,3% van de Vlaamse familiebedrijven hebben een strategie die bestaat uit een combinatie van kostenleiderschap en differentiatiestrategie. Een vrij grote groep van 27,5% heeft geen duidelijke strategie, 14,3% heeft een kostenleiderschap strategie en 18,9% een differentiatiestrategie.

Tabel 4: Relatie tussen strategie, doelen en perceptie van de omgeving

Strategie	Doelen en perceptie van de omgeving
Kostenleiderschap	Onzekerheid over toekomstige kansen voor groei en winstgevendheid
Differentiatiestrategie	Innovatie Internationalisatie
Combinatie van kostenleiderschap en differentiatiestrategie	Bedrijfsgeoriënteerde doelen
Onduidelijk competitieve strategie	Weinig bedrijfsgeoriënteerde doelen Belangrijkheid van familie doelen

Uit: Van Gils, Voordeckers & Van den Heuvel (2004)

Naast deze 4 strategieën bestaan er volgens (Engels, 2004) echter ook nog andere strategieën zoals de groeistrategie, productkwaliteit en servicekwaliteit. Product- en servicekwaliteit komen als strategie veel vaker voor dan kostenleiderschap in familiebedrijven. Familiebedrijven hechten immers veel belang aan het leveren van kwaliteit. De reden hiervoor is dat familiebedrijven slechts in geringe mate of zelfs helemaal niet bereid zijn de reputatie van de familie op het spel te zetten door producten en diensten te leveren van mindere kwaliteit. De groeistrategie komt echter maar zelden voor. Daily & Dollinger (1993) staven dit met een empirische test. De reden hiervoor is volgens hen dat managers in niet-familiebedrijven beloond worden wanneer ze hogere winsten realiseren. Deze managers zoeken steeds naar nieuwe kansen om het bedrijf te doen groeien en zo hogere winsten te creëren. Familiebedrijven worden meestal bestuurd door een invloedrijk individu zoals bijvoorbeeld de stichter, die niet wil dat het familiebedrijf groeit boven zijn persoonlijke capaciteiten. Dit belemmert de groei van het familiebedrijf.

De *implementatie van de strategie* verschilt naargelang de structuur van het bedrijf (zie paragraaf 2.3.1) en naargelang de percepties van de verschillende partijen (zie paragraaf

2.3.4). Er is echter nog maar weinig onderzoek gedaan naar welke bedrijfstructuur het meest effectief is en of dit afhankelijk is van bepaalde determinanten. (Sharma, Chrisman & Chua, 1997)

Ook over de *beheersing* en evaluatie is slechts weinig geweten. Zo is er nog geen onderzoek verricht naar het verschil in controlesystemen tussen familie en niet-familiebedrijven of tussen familiebedrijven onderling. De invloed van familieleden op deze controlesystemen werd ook nog niet onderzocht. (Sharma, Chrisman & Chua, 1997)

2.3.3. Prestaties

De prestaties van een familiebedrijf kunnen het best beschreven worden aan de hand van onderstaande tabel 5. Familiebedrijven die hoog scoren op de bedrijfsdimensie hebben een hoog financieel kapitaal en deze die hoog scoren op de familiedimensie een hoog emotioneel kapitaal. Enkel familiebedrijven met een hoog emotioneel kapitaal en een hoog financieel kapitaal zullen op lange termijn overleven. (Sharma, 2004)

Er kunnen vier soorten bedrijven onderscheiden worden. De *warm hearts - deep pockets* zijn de familiebedrijven die zowel veel winst maken als een hoge familieharmonie bezitten. Ze hebben zowel een hoog emotioneel als een hoog financieel kapitaal. Het is de meest gewenste situatie waarin familiebedrijven zich kunnen bevinden. (Sharma, 2004)

De *pained hearts - deep pockets* zijn de bedrijven die winstgevend zijn, maar slechte familierelaties hebben. Ze bezitten een hoog financieel kapitaal maar een laag emotioneel kapitaal. De kans op overleven van deze bedrijven is afhankelijk van de mogelijkheid tot het herstellen van de familiebanden en zo in de vorige categorie terecht te komen. (Sharma, 2004)

Een derde categorie zijn de *warm hearts - empty pockets*. Zij bezitten sterke familiebanden maar lage prestaties, of anders gezegd ze bezitten een hoog emotioneel kapitaal en een

laag financieel kapitaal. Op korte termijn kunnen deze bedrijven wel overleven door de sterke banden. Op lange termijn echter kunnen ze echter moeilijk overleven doordat de resources op zullen geraken, wat extra druk op de familiebanden zal leggen. (Sharma, 2004)

De laatste categorie zijn de *pained hearts –empty pockets*. Dit zijn de zwakke bedrijven die zowel slechte familiebanden als slechte prestaties hebben. Ze bezitten een laag emotioneel en financieel kapitaal. Ze kunnen enkel in kwadrant 1 terecht komen, via kwadrant 2 en 3. Dit kan een lange moeizame weg worden. (Sharma, 2004)

Tabel 5: Family Dimension versus Business Dimension

		FAMILY DIMENSION	
		Positive	Negative
BUSINESS DIMENSION	Positive	I <i>Warm Hearts</i> <i>Deep Pockets</i> High Emotional and Financial Capital	II <i>Pained Hearts</i> <i>Deep Pockets</i> High Financial but Low Emotional Capital
	Negative	III <i>Warm Hearts</i> <i>Empty Pockets</i> High Emotional but Low Financial Capital	IV <i>Pained Hearts</i> <i>Empty Pockets</i> Low Financial and Emotional Capital

Uit Sharma (2004)

2.3.4. Perceptie ten opzichte van het bedrijf

Poza, Hanlon & Kishida (2002) tonen aan dat de percepties van managers die tot de familie behoren verschillen van de percepties van de managers die niet tot de familie behoren. Het verschil situeert zich op 3 niveaus. Zo vinden managers die niet tot de familie behoren dat

ze meer feedback krijgen over hun prestaties dan managers die tot de familie behoren. Familieleden zouden liever meer feedback krijgen. De reden dat ze deze niet krijgen kan liggen in het fenomeen van altruïsme. (zie paragraaf 4.2) Ook vinden managers die niet tot de familie behoren de raad van bestuur effectiever dan de familieleden. Waarschijnlijk komt dit doordat niet-familieleden de leden van de raad van bestuur niet echt kennen. Ten slotte vinden niet-familieleden dat ze minder carrièremogelijkheden hebben binnen het familiebedrijf ten opzichte van familieleden. De reden hiervoor kan men ook weer vinden in het fenomeen van altruïsme.

Niet alleen zijn er verschillen tussen familiale en niet-familiale managers, ook de percepties van de familiale managers onderling kunnen verschillen. Birley (2002) verdeelt hun percepties in 3 groepen. De eerste groep is de familie-in-groep. Zij geloven dat het bedrijf sterker is door de invloed van de familieleden. Een tweede groep is de familie-uit-groep. Deze denken dat het beter zou zijn voor het bedrijf wanneer er geen familieleden in het bedrijf zouden werken. De laatste groep bevindt zich tussen beide uitersten en probeert er een evenwicht tussen te vinden.

In een empirische studie gaat Birley (2002) na of men de percepties van de kinderen van deze managers ook in dezelfde groepen kan indelen. Deze studie verdeelt de kinderen in twee groepen: de familie-in-groep en de familie-uit-groep. Men gaat vervolgens na op de kinderen uit de familie-in-groep respectievelijk familie-uit-groep het bedrijf als een familiebedrijf respectievelijk geen familiebedrijf beschouwen. Ook deze hypothese wordt bevestigd. De laatste hypothese die men test is of de familie-in-groep de intentie heeft later in dit bedrijf te werken en de familie-uit-groep hier niet wil werken. Deze hypothese wordt echter niet bevestigd.

2.4. Besluit

We hebben in dit hoofdstuk onderzocht wat een familiebedrijf, in wezen is. Een algemene wijdverspreide definitie bestaat er helaas nog niet. Verder mogen we toch wel besluiten dat

er enorm veel verschillen zijn in familie en niet-familiebedrijven. De verschillen die hier aan bod gekomen zijn, zijn de volgende: structuur, strategie, prestaties en percepties. In het volgende hoofdstuk gaan we op zoek naar de determinanten van de kapitaalstructuur. We geven een kort overzicht van de bestaande theorieën over dit onderwerp, met nadruk op de agency theorie.

Hoofdstuk 3: De determinanten van de kapitaalstructuur

3.1. Inleiding

In 1958 publiceerden Modigliani en Miller hun befaamde artikel over hoe bedrijven hun financiële structuur bepalen. Dit artikel was het begin van het onderzoek naar het mogelijke bestaan van een optimale kapitaalstructuur. Dit bleek echter geen gemakkelijke onderzoeksvraag te zijn. De moeilijkheid van het onderzoek schuilt in het feit dat bedrijfseconomie een tak is van de sociale wetenschappen. Menselijke gedragingen zijn soms onvoorspelbaar en uniek. Zo is ook ieder bedrijf in zijn soort tot op zekere hoogte uniek. Universele wetmatigheden ter verklaring van de optimale vermogenstrategie zijn daarom niet gemakkelijk te vinden. (Cools, 1990) Verschillende theorieën proberen deze onderzoeksvraag te beantwoorden. Ze bekijken het probleem elk vanuit hun eigen invalshoek. Deze theorieën worden kort besproken. Het accent wordt gelegd op de agency theorie, die in het volgende hoofdstuk wordt uitgebreid naar het domein van familiebedrijven.

3.2. Modigliani en Miller

Modigliani en Miller (1958) bewezen dat in een wereld zonder belastingen, de marktwaarde van een bedrijf onafhankelijk is van de wijze waarop het gefinancierd wordt. Dit betekent dat er geen optimale kapitaalstructuur bestaat. Deze stelling geldt enkel onder een aantal veronderstellingen waarvan de voornaamste zegt dat de kapitaalmarkt perfect is. Twee bedrijven die volledig identiek aan elkaar zijn en enkel verschillen in hun kapitaalstructuur hebben dus dezelfde marktwaarde.

Verder halen Modigliani en Miller (1963) aan dat in een wereld met belastingen er echter wel een optimale kapitaalstructuur bestaat. Dit komt door de preferentiële behandeling van de intresten op het vreemd vermogen, waardoor dit vreemd vermogen een goedkopere financieringsbron wordt dan het eigen vermogen. Intresten mag men immers in mindering

brengen van de belastbare winst, dit in tegenstelling tot dividenden die niet fiscaal aftrekbaar zijn. Het bedrijf realiseert dus door het gebruik van schulden een belastingsbesparing of anders gezegd een gedeelte van de interestlasten wordt door de overheid gesubsidieerd. De waarde van het bedrijf is dan gelijk aan de waarde van dat bedrijf indien ze enkel met eigen vermogen werd gefinancierd plus de waarde van het belastingsvoordeel. Dit belastingsvoordeel is gelijk aan de vennootschapsbelastingvoet vermenigvuldigd met de betaalde interesten. Of nog in formulevorm:

$$V_L = V_U + t D_L$$

V_L = de totale marktwaarde van een bedrijf met een gemengde kapitaalstructuur

V_U = de totale marktwaarde van een bedrijf volledig gefinancierd met eigen vermogen

t = de belastingsvoet op de bedrijfswinsten

D_L = de nominale waarde van het vreemd vermogen van een bedrijf met een gemengde kapitaalstructuur

Uit Modigliani & Miller (1963)

De optimale kapitaalstructuur bestaat volgens deze theorie uit 100% schulden. Modigliani & Miller (1963) halen echter aan dat in de realiteit er geen enkel bedrijf is dat volledig met schulden gefinancierd is. Dit is volgens hen niet haalbaar omwille van beperkingen die door de geldverleners worden opgelegd. Bovendien hebben bedrijven een behoefte om de nodige reserve aan leencapaciteit te bewaren. De Trade-off theorie, die hierna besproken wordt, haalt andere redenen aan voor dit verschil tussen de theorie van Modigliani & Miller en de werkelijke kapitaalstructuur.

3.3. Trade-off theorie / financiële moeilijkheden

De trade-off theorie maakt een afweging tussen de voor- en nadelen van schuld. Dit leidt tot een optimale schuldgraad. Deze wordt bereikt wanneer het marginale voordeel van bijkomende schuld geëvenaard wordt door het marginale nadeel ervan. (Myers, 1984)

Het grote voordeel van schuld is de gerealiseerde belastingsbesparing, die hierboven reeds beschreven werd. De nadelen van schuld worden gevonden in de imperfecties van de kapitaalmarkt in het Modigliani & Miller model. Een eerste nadeel is dat wanneer men meer schulden heeft, de kosten van financiële moeilijkheden aanzienlijk vergroot worden. Deze kosten zijn echter moeilijk meetbaar en vormen hoofdzakelijk opportuiniteitskosten. (Myers, 1984) Voorbeelden hiervan zijn de faillissementskosten, het verlies aan beleidsruimte en een verslechterde relatie met de leveranciers. (Deloof & Verschueren, 1998) Enkele andere marktperfecties die de optimale schuldgraad beïnvloeden zijn: persoonlijke belastingen, niet-intrest gebonden belastingsvoordelen, transactiekosten en de agency kosten. De agency kosten worden in de volgende paragraaf uitvoerig besproken. (Laveren e.a., 2002)

Deze theorie kent een wijdverspreide acceptatie, omdat ze rationeel is en leidt tot een interne optimale schuldgraad. De test van deze theorie levert echter een lage R^2 waarde op. De werkelijke schuldgraden verschillen enorm tussen gelijkaardige bedrijven. Deze theorie is dus niet voldoende om het verschil in schuldgraden te verklaren. (Myers, 1984)

3.4. Agency theorie

3.4.1. Inleiding

Jensen & Meckling (1976) introduceren een nieuwe theorie, namelijk de agency theorie. Zij beschouwen een bedrijf als een knooppunt voor een aantal contractuele relaties. In een bedrijf vindt men 3 grote groepen belanghebbenden; de aandeelhouders, de schuldeisers en de managers. Elk van deze drie streeft zijn eigen doelen na. Aandeelhouders wensen een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde, managers wensen een zo hoog mogelijk loon of (niet-)geldelijke beloning en schuldeisers zijn geïnteresseerd in het tijdig verkrijgen van intresten en aflossingen. Belangenconflicten zijn dan ook onvermijdelijk. Deze conflicten tussen partijen met tegengestelde belangen, waartussen een expliciet of impliciet contract overeengekomen wordt, noemt men agency conflicten. De agency theorie focust zich op het opstellen van een zo efficiënt mogelijk contract tussen deze partijen in een bedrijf.

Dergelijke contracten zijn nodig om de werking van een bedrijf vlot te laten verlopen. De onderliggende assumpties van de agency theorie zijn terug te vinden in figuur 6 (Eisenhardt, 1989)

Agency Theory Overview	
Key idea	Principal-agent relationships should reflect efficient organization of information and risk-bearing costs
Unit of analysis	Contract between principal and agent
Human assumptions	Self-interest Bounded rationality Risk aversion
Organizational assumptions	Partial goal conflict among participants Efficiency as the effectiveness criterion Information asymmetry between principal and agent
Information assumption	Information as a purchasable commodity
Contracting problems	Agency (moral hazard and adverse selection) Risk sharing
Problem domain	Relationships in which the principal and agent have partly differing goals and risk preferences (e.g., compensation, regulation, leadership, impression management, whistle-blowing, vertical integration, transfer pricing)

Figuur 6: Overzicht van agency theorie (Eisenhardt, 1989)

De agency theorie is bovendien begaan met het oplossen van drie soorten agencyproblemen die ontstaan door agency conflicten. Een eerste soort agencyproblemen, *Moral Hazard* genaamd, vindt zijn oorsprong in twee soorten belangenconflicten: deze tussen de aandeelhouders en het management en deze tussen de schuldeisers en het management. De handelingen gesteld door het management zijn niet waarneembaar door deze partijen. Op deze manier kan de manager ongemerkt handelingen stellen in zijn voordeel en in het nadeel van de andere partijen. Een ander agencyprobleem, *adverse selectie* ontstaat wanneer de ene partij meer informatie heeft dan de andere voor het afsluiten van het contract. *Informatieasymmetrie*, het laatste agencyprobleem, komt voor wanneer de

verschillende partijen een verschillende graad van informatie beschikbaar hebben. (Jensen & Meckling, 1976)

Om deze problemen te voorkomen dient men kosten te maken, deze worden de agency kosten genoemd. Er zijn twee soorten agency kosten: monitoring kosten en bonding kosten. De *monitoring kosten* zijn de kosten verbonden aan controlerende maatregelen van een andere partij. Het zijn niet enkel de kosten verbonden aan meten en observeren van het gedrag van een partij, maar ook budgetbeperkingen, algemene procedures en beloningsschema's. De partij kan ook zelf initiatieven tot controle nemen, deze kosten noemt men *bonding kosten*. (Jensen & Meckling, 1976) In de volgende paragrafen worden de verschillende belangenconflicten verder toegelicht. Ook wordt de nadruk gelegd op de agency kosten die deze conflicten teweeg brengen en de invloed van deze kosten op de optimale kapitaalstructuur wordt onderzocht.

3.4.2. De verschillende agency kosten

3.4.2.1. Agency kosten verbonden aan extern eigen vermogen

Jensen & Meckling (1976) analyseren agency kosten door een manager die 100% aandelen bezit te vergelijken met een manager die een deel van zijn aandelen heeft verkocht. Wanneer een manager 100% van de aandelen bezit, draagt hij zelf de gevolgen van buitensporige consumptie op het werk. Hierdoor maximaliseert hij immers niet de waarde van zijn eigen aandelen. Wanneer hij echter aandelen verkoopt, draagt hij slechts een proportioneel deel van de waardevermindering van de aandelen. Hij zal dan meer geneigd zijn tot extra consumptie omdat deze ook gedragen wordt door de nieuwe aandeelhouders. De rationele aandeelhouders zullen daarom een lagere prijs willen betalen voor de aandelen. Het welvaartsverlies dat hierdoor ontstaat, noemt men de agency kost ten gevolge van extern eigen vermogen. De externe aandeelhouders kunnen controlemechanismen opleggen, deze zullen zowel de waarde van het bedrijf doen stijgen, als de welvaart van de manager. De welvaart van de manager wordt ook verminderd door de afgenomen consumptie op het werk. Het totale effect van zijn welvaart blijft echter positief. Bovendien kan de manager

ook zelf beslissen uitgaven te doen om zijn handelingen te beperken. Deze bonding kosten zal de manager maken totdat de toename in welvaart die hieruit voortvloeit kleiner is dan het verlies in welvaart door de verminderde consumptie. Hieruit concluderen we dat hoe kleiner het eigen vermogen is, hoe lager de agency kosten van extern eigen vermogen.

Wanneer er overvloedige kasstromen aanwezig zijn in een bedrijf, kan er ook een belangenconflict ontstaan tussen de aandeelhouders en de managers. De managers kunnen dan aan de aandeelhouders een hoog dividend beloven. Dit dividend kunnen ze gemakkelijk behalen, zelfs door inefficiënt te zijn. Er zijn voldoende geldmiddelen om te verspillen en alsnog de gewenste resultaten te behalen. Dit probleem wordt ook het free-cash-flow probleem genoemd. Als men echter deze interne geldmiddelen beperkt, zijn managers verplicht om efficiënt te werken. Ze hebben geen extra middelen dus ze zullen het van de eerste keer zo efficiënt mogelijk moeten besteden. Er wordt op deze manier ook geen vertekend beeld aan de aandeelhouders gegeven door het uitkeren van een hoog dividend. Wanneer ze inefficiënt werken kan dit bovendien, bij beperkte geldmiddelen, verstreckende gevolgen hebben: het bedrijf kan kasstroomproblemen krijgen die op lange termijn kunnen leiden tot faillissement. (Jensen, 1986)

Zoals hierboven reeds aangehaald zijn er verschillende mogelijkheden om de agency kosten te drukken. Brealey, Myers & Allen (2006) bespreken enkele van deze oplossingen zeer uitvoerig. Zo zeggen ze dat de aandeelhouders door supervisie de manager kunnen controleren. Zo kunnen zij ondermeer nagaan of de manager voldoende tijd besteedt aan de baan en of hij het geld van het bedrijf niet voor andere doeleinden gebruikt. Er zijn echter twee beperkingen aan deze oplossingen. Een eerste is het feit dat niet alles te controleren valt; men kan bijvoorbeeld niet nagaan of de manager bij de keuze van een investering alle mogelijke opties heeft overwogen. Machtsuitbreiding en investeringen die de positie verstevigen zijn ook niet controleerbaar door supervisie. De tweede beperking is het feit dat supervisie veel tijd en geld kost. Zo kan men best geen supervisie meer doen wanneer een extra dollar gependend aan controle geen vermindering van 1 dollar agency kosten teweeg brengt. Men kan zich bovendien afvragen wie deze supervisie moet uitvoeren. Meestal wordt

deze uitgevoerd door de aandeelhouders, maar in grote bedrijven wordt de taak vaak gedelegeerd naar de raad van bestuur. Het delegeren naar de raad van bestuur is vooral van belang wanneer het aandelenbezit enorm gespreid is. (Brealey, Myers & Allen, 2006) Wanneer één aandeelhouder een groot aandelenbezit heeft gaat hij automatisch de manager controleren maar wanneer ieder slechts een klein aandelenbezit heeft, gaat niet iedere aandeelhouder een controle doen. Iedere kleine aandeelhouder veronderstelt dat een andere aandeelhouder deze controle zal uitvoeren, dit wordt ook het free-rider probleem genoemd. (Ang, Cole & Wuh Lin, 2000)

Een andere oplossing aangehaald door Brealey, Myers & Allen (2006) is de manager niet enkel een vast loon geven, maar ook een extra vergoeding. Vergoedingen kunnen gebaseerd zijn op inputfactoren of op outputfactoren. Inputfactoren, zoals de inspanning van de manager zijn echter moeilijk te meten. Daarom zullen vergoedingen meestal gebaseerd zijn op outputfactoren. De outputfactoren zijn niet altijd enkel afhankelijk van de inspanningen van de manager, ze hangen ook af van externe factoren. Dit stelt ons voor een dilemma, men wenst de manager te belonen voor zijn output, maar men wil hem niet straffen voor externe factoren waar hij niets aan kan doen. Het gevolg is een compromis. Managers dragen een deel van het risico dat buiten hun controle ligt. Aandeelhouders daarentegen dragen een deel van het risico dat de manager een vorm van moral hazard pleegt. Sommige agency kosten zijn dus onvermijdelijk.

3.4.2.2. Agency kosten verbonden aan schuldfinanciering

De agency kosten verbonden aan schuldfinanciering worden veroorzaakt door een conflict tussen aandeelhouders en schuldeisers. Dit conflict ontstaat wanneer de aandeelhouders, na het sluiten van een lening, riskante projecten wensen aan te gaan, zelfs projecten met een negatieve netto contante waarde. Zij worden immers beschermd door hun beperkte aansprakelijkheid en kunnen hierdoor enkel grote bedragen winnen. Dit is in conflict met het belang van de schuldeisers, die een zekere en tijdige aflossing van schuld wensen. Het is evident dat de schuldeisers hierdoor een hogere vergoeding zullen eisen, die betaald

moet worden door de aandeelhouders. Bovendien kunnen zij beperkende maatregelen en controlemechanismen opleggen. (Jensen & Meckling, 1976) Hieruit concluderen we dat hoe kleiner het vreemd vermogen, hoe lager de agency kosten van het vreemd vermogen. (Cools, 1990)

3.4.2.3. Agency kosten als gevolg van informatieasymmetrie

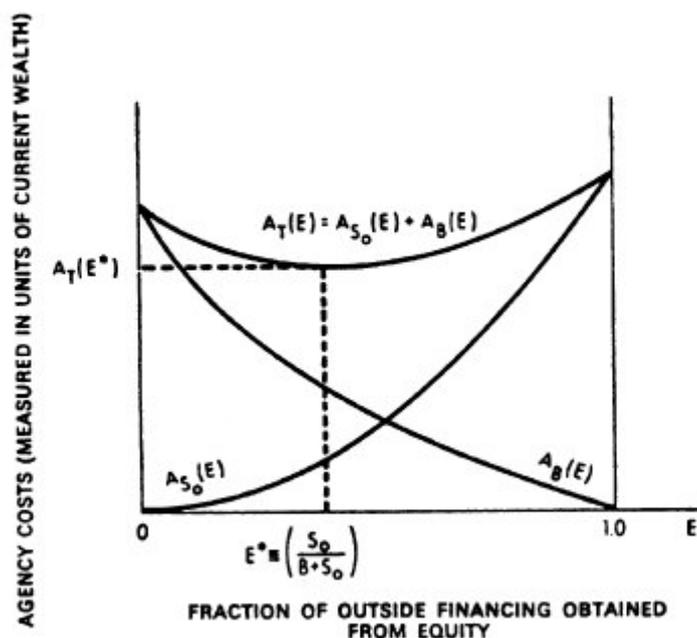
De agency kosten als gevolg van informatieasymmetrie ontstaan doordat twee partijen verschillende informatie bezitten. De managers hebben zo een beter inzicht in de toestand en vooruitzichten van het bedrijf dan de investeerders. (Voordeckers, 1996)

Telkens wanneer het bedrijf een beroep moet doen op extern vermogen ontstaat dit agencyprobleem. De externe partijen, schuldeisers en aandeelhouders kunnen geen onderscheid maken tussen goede en slechte projecten. Zij gaan er daarom van uit dat ieder project van gemiddelde kwaliteit is, waardoor sommige projecten worden overschat en andere onderschat. Het gevolg hiervan is dat de aandelen van een bedrijf met relatief goede projecten worden ondergewaardeerd en de aandelen van een bedrijf met relatief slechte projecten worden overgewaardeerd. Juiste informatieoverdracht is dus zeer belangrijk. Wanneer directe informatieoverdracht niet mogelijk is dient het bedrijf signaleringskosten (agency kosten) te maken. Cools (1990) beschrijft deze kosten als de kosten nodig om een ander ervan te overtuigen dat men werkelijk de eigenschappen bezit die men beweert te hebben. Deze extra kosten onderscheiden je van partijen die minder kwaliteiten bezitten. De hoeveelheid schulden kan zo dienen als een signaal om het succes van het bedrijf weer te geven. De maximale schuldcapaciteit zonder failliet te gaan ligt volgens Ross voor een niet-succesvol bedrijf lager dan voor een succesvol bedrijf. Het signaal dat een succesvol bedrijf dus kan geven, is het bedrijf te financieren met een schuldgraad die hoger ligt dan de maximale schuldcapaciteit van een niet-succesvol bedrijf. (Voordeckers, 1996)

Informatieasymmetrie kan bovendien leiden tot de verwerping van bepaalde goede investeringsprojecten. Dit is het geval wanneer de onderwaardering van de nieuwe aandelen

groter is dan het netto rendement voor de oude aandeelhouders. Bedrijven zijn daarom eerder geneigd een project te financieren met intern gegeneerde fondsen, gevolgd door minder ondergewaardeerde financieringsmiddelen. (zie ook pecking order theorie paragraaf 3.5) (Myers & Maljuf, 1984)

3.4.3. De relatie tussen de kapitaalstructuur en de agency kosten



Figuur 7: De relatie tussen de kapitaalstructuur en de agency kosten (Jensen & Meckling, 1976)

Zoals hierboven reeds aangehaald bestaan er twee soorten agency kosten (de informatieasymmetrie laten we hier buiten beschouwing) namelijk deze van het eigen vermogen $A_S(E)$ en deze van het vreemd vermogen $A_B(E)$. De agency kosten van het vreemd vermogen nemen af wanneer er minder vreemd vermogen (meer eigen vermogen) aanwezig is. Dit is in tegenstelling tot de agency kosten van het eigen vermogen die afnemen wanneer er meer vreemd vermogen (minder eigen vermogen) in het bedrijf aanwezig is. (Voor een verklaring van deze relaties, zie paragraaf 3.3) De som van deze beide agency kosten moet men minimaliseren en dit leidt tot een optimale verhouding van het eigen vermogen tot het totaal vermogen. (zie figuur 7) Wanneer we in de volgende

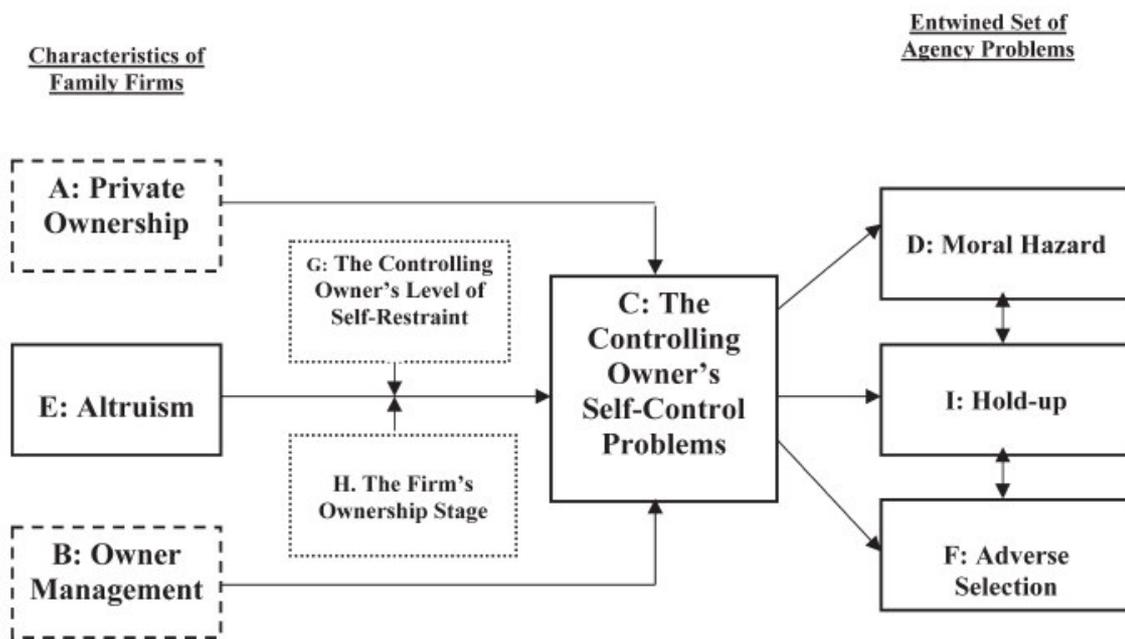
hoofdstukken het begrip agency kosten gebruiken, bedoelen we steeds de agency kosten van het eigen vermogen, tenzij anders aangegeven. (Jensen & Meckling, 1976)

3.4.4. Verschil in agency conflicten in publieke bedrijven en private bedrijven

Publieke bedrijven worden volgens Lubatkin e.a. (2005) enkel geconfronteerd met moral hazard problemen die te wijten zijn aan een scheiding van eigendom en management. Tegen sommige agency kosten zoals adverse selectie en informatieasymmetrie, zijn ze beter bestand. De reden hiervoor schuilt in de efficiënte kapitaal- en arbeidsmarkten. Dit wil zeggen dat er veel informatie beschikbaar is over de arbeidskrachten, de prijzen van aandelen en dergelijke zodat deze agency problemen niet meer zullen voorkomen. De moral hazard problemen zijn bovendien kleiner wanneer het aandelenbezit geconcentreerd is, of anders gezegd wanneer er slechts enkele aandeelhouders zijn die een groot deel van de aandelen bezitten. Dit kan men verklaren doordat deze aandeelhouders door hun groot aandelenbezit erg geïnteresseerd zijn in het goed presteren van de bedrijven en daarom de nodige supervisies zullen uitoefenen op de managers. Deze moral hazard problemen zijn ook kleiner wanneer sommige aandeelhouders ook de managers van het bedrijf zijn. De doelstellingen van de twee partijen zijn dan met elkaar verweven. (Lubatkin e.a., 2005) De invloed van aandelenbezit op de agency kosten wordt in hoofdstuk 5 uitgebreid besproken.

In private bedrijven waarin sommige aandeelhouders ook de managers zijn, is de scheiding tussen eigendom en management veel kleiner. De moral hazard problemen, te wijten aan een scheiding van eigendom en management spelen hier dan ook een kleinere rol. De managers met eigendom zijn substituten voor de controlesystemen die publieke bedrijven of private bedrijven zonder managers met aandelen nodig hebben. (Schulze e.a., 2001) Deze bedrijven worden echter meer geconfronteerd met self-control problemen dan publieke bedrijven. (zie figuur 7) Self-control problemen ontstaan doordat iemand niet perfect rationeel handelt maar impulsief en emotioneel, of anders gezegd, in plaats van te doen wat ze moeten doen of wat ze beloofd hebben te doen, voeren individuen soms dingen uit puur omdat ze ze willen doen. (Schulze e.a., 2001; Lubatkin e.a., 2005) De redenen waarom dit

soort problemen meer voorkomen in een privaat bedrijf dan in een publiek bedrijf schuilt in het feit dat managers geen verantwoording dienen af te leggen aan een raad van bestuur of aan de eigenaars, waar zij zelf deel van uit maken. Zij worden minder streng gecontroleerd en hebben dus meer vrijheid in het omgaan met de middelen van het bedrijf. Machtsmisbruik ontstaat hierdoor tussen de managers die ook een aandelenbezit hebben en de overige aandeelhouders. De managers met aandelenbezit zijn geneigd tot moral hazardproblemen zoals onder andere free-riding. In private bedrijven zijn de arbeidsmarkten ook minder efficiënt. Dit kan leiden tot adverse selectie. (zie figuur 8)



Figuur 8: Self-control problemen in private en familiebedrijven (Lubatkin e.a., 2005)

In paragraaf 4.2 bespreken we het fenomeen altruïsme dat eveneens zorgt voor self-control problemen in familiebedrijven. Bovendien is de scheiding tussen management en aandeelhouders in een familiebedrijf veel minder uitgesproken dan in een publiek bedrijf. De studie van agency kosten in familiebedrijven leunt dus korter aan bij deze van een privaat bedrijf waarvan sommige aandeelhouders ook de managers zijn, dan die van een publiek bedrijf. (Lubatkin e.a., 2005)

Het ideale bedrijf, zonder agency kosten is volgens Jensen & Meckling (1976) een privaat bedrijf waarvan de manager ook voor 100% eigenaar is. Er is dan geen scheiding tussen eigendom en management, zodat de agency kosten die hierop berusten niet voorkomen. Bovendien zijn er geen self-control problemen. De aandeelhouder kan wel het eigen werk controleren, maar er zijn geen andere aandeelhouders waarvan men kan profiteren. Het bedrijf heeft er alle baat bij een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde te creëren.

3.5. Pecking Order

Door de aanwezigheid van asymmetrische informatie (zie paragraaf 3.4.2.3) tussen geïnformeerde insiders en externe geldschieters wensen ondernemers steeds de veiligste financieringsvorm te gebruiken. Door deze informatieasymmetrie is het niet duidelijk wanneer iemand ter goeder trouw is, waardoor externe middelen zullen worden ondergewaardeerd. Een bedrijf zal daarom zo weinig mogelijk beroep doen op externe financiering. Wanneer het echter toch genoodzaakt is een beroep te doen op deze vorm van financiering zal het eerst trachten een risicovrije schuld aan te gaan. Echter, wanneer het op meer risicohoudende effecten aangewezen is, wordt het geconfronteerd met een toenemende onderwaardering. Deze onderwaardering kan zelfs zo groot zijn dat een bedrijf kiest om interessante projecten niet uit te voeren, ook al leveren ze een positieve netto contante waarde op. Een bedrijf heeft dus een bepaalde voorkeur (pecking order) van financieringswijze. Ze verkiest eerst de interne middelen, vervolgens de gewone schulden dan de converteerbare schulden en als allerlaatste de aandelen. Deze laatste zijn immers het meest gevoelig aan onderwaardering. (Myers & Maljuf, 1984; Myers, 1984)

3.6. Besluit

In dit derde hoofdstuk werd een overzicht gegeven van de verschillende theorieën over de kapitaalstructuur. Eerst kwam de befaamde theorie van Modigliani en Miller aan bod. Zij bewezen dat in een wereld zonder belastingen er geen optimale kapitaalstructuur bestaat. Bij introductie van de belastingen in dit model, bekwamen ze het eigenaardige resultaat van

een optimale kapitaalstructuur bij 100% schulden. Een kapitaalstructuur bestaande uit 100% schulden is echter niet haalbaar. Vervolgens kwam de trade-off theorie aan bod. De optimale kapitaalstructuur wordt in deze theorie bepaald door een afweging van de voor- en nadelen van schuld. Een volgende besproken theorie is de agency theorie, deze focust zich op de verschillende belangenconflicten in een bedrijf. Deze belangenconflicten brengen agency kosten mee, die men tracht te minimaliseren. De minimale agency kosten bepalen de optimale kapitaalstructuur. De agency theorie wordt in het volgende hoofdstuk uitgebreid naar familiebedrijven. De belangenconflicten in een familiebedrijf verschillen immers erg van deze van een niet-familiebedrijf. Dit hoofdstuk werd afgesloten met de Pecking Order theorie. Deze theorie beweert dat ondernemers steeds de veiligste financieringsvorm eerst wensen te gebruiken.

Hoofdstuk 4: Agency conflicten in familiebedrijven

4.1. De agency kosten in een familiebedrijf

Om na te gaan of er een verschil bestaat in de agency kosten tussen een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf kunnen we gebruik maken van het model opgesteld door Chrisman, Chua & Litz (2004)

$$ALT_F + OM_F + OL_F + DM_F = ALT_{NF} + OM_{NF} + OL_{NF} + DM_{NF}$$

ALT = Agency kosten door asymmetrisch altruïsme

OM = Agency kosten door scheiding van eigendom en management

OL = Agency kosten door conflicten tussen eigenaars en schuldeisers

DM = Agency kosten door conflicten tussen dominante en minderheidsaandeelhouders

Subscript F : familiebedrijf

Subscript NF : niet-familiebedrijf

Uit Chrisman, Chua & Litz (2004)

Familiebedrijven hebben hogere agency kosten wanneer de som aan de rechterkant groter is dan de som aan de linkerkant. Familiale altruïsme, hetgeen hierna besproken wordt, is enkel aanwezig in een familiebedrijf. Dus ALT_F is groter dan ALT_{NF} , uiteraard enkel indien altruïsme leidt tot agency kosten. De relatie tussen OM_F en OM_{NF} hangt af van de scheiding tussen eigendom en management. We vermoeden dat deze scheiding kleiner is in een familiebedrijf en dus OM_F kleiner is dan OM_{NF} . Vervolgens vragen we ons af hoe de relatie is tussen schuldeisers en eigenaars in familie en niet-familiebedrijven. Anderson, Mansi & Reeb (2003) beweren dat familiebedrijven meer beroep kunnen doen op de familie die bereid is extra te investeren in het bedrijf bij een crisis. Dit betekent dat OL_F kleiner is dan OL_{NF} . De aandelenverdeling is verschillend in familie en niet-familiebedrijven. We veronderstellen dat DM_F kleiner is dan DM_{NF} , maar wanneer een familiebedrijf zowel familie als externe aandeelhouders heeft, brengt dit op zijn beurt extra agency kosten met zich mee. We concluderen dat de ongelijkheid hierboven niet eenduidig te bepalen is. We zullen dus op andere manieren moeten nagaan of er een verschil bestaat in agency kosten.

Een andere benadering is die van Ang, Cole & Wuh Lin (2000). Zij vertrekken van een referentiebedrijf, namelijk een bedrijf zonder agency kosten. Dit is volgens Jensen & Meckling (1976) het private bedrijf waarvan de manager 100% van de aandelen bezit. Het bepalen van de agency kosten van een familiebedrijf kan gebeuren op twee manieren. De eerste methode is de directe agency kosten methode. Men berekent het verschil in uitgaven tussen dit bedrijf en de uitgaven van het referentiebedrijf. Men veronderstelt dat de overvloedige uitgaven van dit bedrijf te wijten zijn aan agency kosten zoals verspilling en overinvestering. Een andere methode start vanuit het verlies aan inkomsten te wijten aan een inefficiënt gebruik van de middelen van een bedrijf. Men berekent de ratio van jaarlijkse verkopen en totale activa (efficiëntie ratio), van het familiebedrijf en het referentiebedrijf. Het verschil tussen beide zijn de agency kosten zoals onder andere verspilling en slechte investeringsbeslissingen. Om te verifiëren dat familiebedrijven meer agency kosten bezitten dan niet-familiebedrijven, zou men deze test kunnen toepassen voor een groep niet-familiebedrijven en een groep familiebedrijven en deze dan vergelijken. Deze test hebben Ang, Cole & Wuh Lin echter niet gedaan, ze hebben deze methode enkel gebruikt om de invloed te meten van de eigendomsstructuur op de agency kosten. (zie hoofdstuk 5)

Chrisman, Chua & Litz (2004) hebben echter via een andere empirische test de volgende resultaten verkregen: familiebedrijven hebben een agency voordeel ten opzichte van niet-familiebedrijven. Het grote verschil in prestaties tussen beiden wordt verklaard door agency kosten die deze laatste kunnen controleren door strategische planning.

Volgens Schulze e.a. (2001) zijn er drie redenen waarom familiebedrijven, tenminste de private familiebedrijven waarvan er ook familieleden in het management zitten, minder agency kosten hebben. Ten eerste zijn de doelstellingen van de eigenaars en van het management nauw met elkaar verweven. Vervolgens zijn er minder toekenningen van extra voordelen en verspilling want de managers zouden anders zelf hun eigendommen verkwisten. (Schulze e.a., 2001) Ten slotte zijn er minder controlekosten omdat er minder supervisie nodig is, maar toch mag men de impact van altruïsme niet over het hoofd zien. Altruïsme kan immers leiden tot self-control problemen. (zie figuur 8) (Lubatkin e.a., 2005)

4.2. Het begrip altruïsme

Het verschil in agency kosten kan het best verklaard worden aan de hand van het begrip altruïsme. We bespreken eerst de precieze betekenis van het begrip. Daarna bekijken we de invloed van altruïsme op de agency kosten. Dit doen we door het van een positieve kant en van een negatieve kant te bekijken.

4.2.1. Verklaring van het begrip altruïsme

Het begrip altruïsme kan men volgens Schulze, Lubatkin & Dino (2003b) vanuit 3 perspectieven bekijken. Vanuit het eerste perspectief, godsdienst, kan men altruïsme zien als een morele waarde die een individu motiveert om handelingen uit te voeren die anderen bevoordelen zonder iets terug te verwachten of een externe bonus te verkrijgen. De mens voelt zich hiertoe moreel verplicht, dit vloeit voort uit het geloof in God. Het tweede perspectief, sociologie, zegt dat de mens zich hiertoe verplicht voelt vanuit zijn gevoelens, instincten en ideeën. Economie, het laatste perspectief vertrekt vanuit de nutsfunctie van de mens. De nutsfunctie van een mens is nauw verweven met die van anderen. Zij handelen dus op een bepaalde manier omdat het voor hen voordelig is en daardoor ook voor anderen. Een voorbeeld hiervan in het gezin is dat een vader vrijgevig is voor zijn kind, omdat hij er van houdt maar ook omdat het zijn eigen welvaart zou doen afnemen als hij het niet zou doen. Deze economische visie hanteren wij in deze thesis.

4.2.2. Positieve kijk op altruïsme

Altruïsme heeft tal van voordelen. Volgens Lubatkin e.a. (2005) zorgt altruïsme ervoor dat een ouder zorgt voor zijn kinderen, familieleden aangemoedigd worden om vriendelijk te zijn tegen een ander en dat familielidmaatschap iets waardevol is en dat het belangrijk is om de familiebanden te stimuleren en te behouden. Deze familiebanden zorgen voor een geschiedenis, een identiteit, een cultuur die familiebedrijven uniek maken. De communicatie verloopt vlotter, beslissingen worden gemakkelijker genomen doordat

iedereen elkaar goed kent. Altruïsme bevordert loyaliteit en engagement. Ieder familielid voelt zich een eigenaar van het bedrijf en ieder handelt ernaar. De doelstellingen van de verschillende belangengroepen zijn daarom veel nauwer verweven.

4.2.3. Negatieve kijk op altruïsme

Lubatkin e.a. (2005) beschrijven drie negatieve punten verbonden aan altruïsme. Een eerste negatief punt is dat het leidt tot moral hazard. Dit is te wijten aan het 'Samaritan's Dilemma': door altruïsme hebben ouders de neiging hun kinderen te verwennen en acties te ondernemen die, hoewel ze onschuldig zijn, de kinderen aanzetten tot free-riding en verspilling. Verwende kinderen schuiven nog al eens gemakkelijk hun taken door naar een ander en verspillen het geld van hun ouders. Bovendien raakt het beeld dat een ouder van een kind heeft, door altruïsme gemakkelijk vertekend. Het kind wordt hierdoor minder gecontroleerd en opgeleid. Deze moral hazard problemen zouden niet optreden wanneer altruïsme symmetrisch was. Dit is echter uitzonderlijk, meestal zijn de ouders meer bereid tot altruïsme dan de kinderen. Dit altruïstische gedrag van ouder ten opzichte van kind, is echter evenzeer van toepassing op een familiebedrijf, waar de manager van het bedrijf op zijn familieleden (werknemers) onbewust altruïsme toepast.

Daarenboven leidt altruïsme tot adverse selectie. De familieleden wensen geen verlies aan controle, waardoor er dus geen stock options worden uitgekeerd aan de werknemers. Hierdoor zal het bedrijf op de externe arbeidsmarkt een beperktere keuze hebben dan publieke bedrijven, die deze wel uitkeren en dit leidt tot het aannemen van minder gekwalificeerde werknemers. Familiebedrijven kijken ook meer naar familiestatus dan naar vaardigheden en geven niet-familieleden minder graag een promotie. Er is dus zowel adverse selectie op de externe als op de interne arbeidsmarkt. Niet-familieleden krijgen een extra vergoeding door goede prestaties. Familieleden krijgen echter allemaal hetzelfde loon ongeacht de prestaties. Dit leidt nogmaals tot free-riding en verspilling. (Lubatkin, 2005)

Ten slotte kan altruïsme ook machtsmisbruik veroorzaken. Wanneer een familielid het bedrijf verlaat, leidt dit tot verlies van controle van deze familie en brengt dit ook emotionele familiekosten met zich mee. Dit geeft ieder familielid een grote macht, die misbruikt kan worden. (zie ook figuur 8) (Lubatkin, 2005)

Of nu de negatieve of de positieve kant overheerst hangt volgens Lubatkin e.a. (2005) af van de mate van zelfbeheersing van de manager. De manager moet zijn altruïstische impulsen leren beheersen. Degene die dit kan, zal de familieleden leren over morele waarden zoals symmetrische altruïsme, die hen tot betrouwbare werknemers zal maken.

4.3. Het begrip nepotisme

Stewart (2003) definieert het begrip nepotisme als het fenomeen waarbij de familiebanden, de economische logica overheersen. Het korte termijn doel van een bedrijf dat lijdt onder dit fenomeen is, voorzien in de consumptiebehoeften van de familie: reizen, auto's, geld voor dochters, moeders en zusters. Bij het kiezen van een nieuwe manager zijn de familiebanden belangrijker dan de capaciteiten en ervaring van de kandidaten. Dit veroorzaakt twee opportuiniteitskosten: het verhindert de nieuwe generatie om hun talenten optimaal te benutten op de externe arbeidsmarkt en het verhindert de mogelijkheden van niet-familieleden om hun talenten optimaal te gebruiken op de interne arbeidsmarkt. Dit leidt tot een hoog verloop van de niet-familiale werknemers, waardoor het beeld dat het bedrijf heeft van deze werknemers als onbetrouwbaar, versterkt wordt.

Ondanks het feit dat de gevolgen hiervan immens groot kunnen zijn, is er naar dit fenomeen nog héél weinig onderzoek verricht. Er is slechts weinig over geweten en daarom beperken we deze paragraaf tot de bespreking van het interdisciplinaire model van Vinton. Vinton (1998) beweert dat de impact van nepotisme het beste te bestuderen valt door het in zijn geheel te bekijken en niet iedere relatie afzonderlijk.

De bestaande literatuur over nepotisme kan onderverdeeld worden in 4 categorieën: wettelijk, anekdotiek, human resource en onderzoek. Men heeft echter weinig geschreven over de invloed van nepotisme op de prestaties van een bedrijf. Volgens Vinton kan men het probleem daarom beter bekijken vanuit de volgende 5 categorieën: omgeving, management, gedrag, wettelijk en financieel/economisch. We beschrijven kort welke vragen men kan stellen in iedere categorie en waar men dus best onderzoek naar kan doen.

In de eerste categorie, de impact van wettelijke kwesties op de praktijk en politiek van nepotisme, kan men zich de volgende onderzoeksvragen stellen; welke wetten beïnvloeden nepotisme en in welke mate beïnvloeden ze dit fenomeen? Heeft de vorm van het bedrijf, bijvoorbeeld een naamloze vennootschap of een samenwerkingsvennootschap, een invloed op de perceptie tegenover nepotisme in het bedrijf?

De tweede categorie, de impact van financiën, accounting en economische kwesties op de praktijk en politiek van nepotisme, richt zich eerder tot de volgende aspecten: familieleden wensen meestal tegen een lager loon te werken wanneer het bedrijf in tijdelijke geldnood zit, om dat probleem op te vangen. Verder is tijdens de start-up fase, een fase met veel nood aan kasstroom, de gepensioneerde vader bereid zijn zoon een handje te helpen en wil de echtgenote gerust de boekhouding voor haar rekening nemen. Dit resulteert in een relatie tussen kasstroom en de praktijk van nepotisme.

Een derde categorie, de impact van gedragingen op de praktijk en politiek van nepotisme, richt zich tot de gevoelens en gedachten die familieleden hebben wanneer ze tewerkgesteld worden. Sommige zullen zich beschermd voelen en zich een lid van een soort 'club' voelen. Andere zullen zich afvragen of het nu door hun eigen kunnen is dat ze zo succesvol zijn of dat dit enkel zo is omdat ze zijn aangenomen in een familiebedrijf.

Vervolgens is er de impact van managementwetenschappen op de praktijk en politiek van nepotisme. Een belangrijke vraag die men zich hierbij stellen kan is, hoe kan je familieleden

het best vergoeden? Een andere vraag is of nepotisme de strategische planning stuurt of net andersom.

Een laatste categorie is de invloed van omgevingsfactoren op de praktijk en politiek van nepotisme. In sommige sectoren komt nepotisme veel voor, in andere sectoren minder. In een landbouwbedrijf komt nepotisme bijvoorbeeld heel vaak voor. De locatie van het bedrijf is soms ook bepalend voor de mate van nepotisme. In landelijke dorpen vind je dit fenomeen vaker dan in grote steden.

Deze onderzoeksvragen zijn eigenlijk maar een eerste stap, men moet het concept nepotisme in een interdisciplinaire context zien. De 5 categorieën hierboven moet men met elkaar in contact brengen, zodat een model met 5 dimensies ontstaat.

Spijtig genoeg is er nog maar weinig onderzoek verricht naar bovenstaande vragen en naar het fenomeen nepotisme. We mogen echter niet besluiten, dat door het weinige onderzoek naar dit fenomeen, nepotisme niet belangrijk is. Nepotisme kan een enorme invloed hebben op een familiebedrijf en men mag dit aspect niet buiten beschouwing laten.

4.4. Besluit

In dit hoofdstuk hebben we de determinanten van de kapitaalstructuur in familiebedrijven besproken. We hebben hoofdzakelijk aandacht besteed aan de agency theorie. Deze theorie hebben we uitgebreid met twee zeer belangrijke fenomenen, namelijk altruïsme en nepotisme. We kunnen uit dit hoofdstuk besluiten dat de meeste onderzoekers het erover eens zijn dat familiebedrijven minder agency kosten bezitten. Men mag echter het belang van altruïsme en nepotisme niet over het hoofd zien. Of het effect van altruïsme positief of negatief is, hangt af van de zelfbeheersing van de manager. Over het begrip nepotisme is slechts weinig onderzoek gedaan. In het volgende hoofdstuk bestuderen we hoofdzakelijk de invloed van de familiale eigendom en familiale bestuur op de agency

kosten/schuldgraad. We vergelijken vervolgens het risico tussen familie- en niet-familiebedrijven.

Hoofdstuk 5: Formulering van hypothesen

In dit hoofdstuk worden een aantal hypothesen uit de literatuur afgeleid die in het volgende hoofdstuk empirisch getest zullen worden. Eerst wordt de invloed van familiale eigendom op de schuldgraad/agency kosten besproken. Vervolgens gaan we na of familiale bestuur deze relatie versterkt of eerder verzwakt. Tenslotte wordt bekeken of familiebedrijven onderhevig zijn aan meer of minder risico dan niet-familiebedrijven.

5.1. Familiale eigendom

De familie van de stichter van een familiebedrijf, verder afgekort tot de stichtende familie, is een unieke klasse van investeerders. Zij bezitten vaak weinig gediversifieerde portefeuilles en zij zijn lange termijn investeerders. Het is dan ook niet verwonderlijk dat deze families graag een zekere controle en invloed wensen uit te oefenen op het bedrijf. Deze stichtende families kunnen heel wat nadelen opleveren voor het bedrijf. Stichtende families evalueren bijvoorbeeld investeringsbeslissingen op basis van het voortbestaan van het bedrijf in tegenstelling tot gediversifieerde aandeelhouders, die maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nastreven. Bovendien wensen stichtende families het bedrijfsrisico te minimaliseren, zodat de kans op een faillissement zéér klein wordt. Een ander nadeel van deze families is dat zij dikwijls een managementpositie blijven behouden, zelfs als zij niet langer competent zijn om het bedrijf te leiden. Vaak worden ze ook bevoordeeld ten opzichte van de andere aandeelhouders. De familiedoelen gaan vaak voor op de bedrijfsdoelen, waardoor een suboptimale politiek wordt gevoerd. (Anderson & Reeb, 2003a)

De stichtende families bieden anderzijds ook tal van voordelen aan het bedrijf. Ze wensen dikwijls zeer lang in het bedrijf te blijven investeren en bekijken investeringen dan ook vanuit een lange termijn perspectief in plaats van een korte termijn perspectief. Familiebedrijven investeren efficiënter dan niet-familiebedrijven omdat het voor hen erg belangrijk is om het bedrijf door te kunnen geven aan de volgende generaties. Stichtende families beschouwen immers hun bedrijf eerder als een bezit dat ze door willen geven aan

de volgende generatie dan rijkdom die ze consumeren. Bovendien schenken ze veel aandacht aan hun reputatie, zij bouwen lange termijn relaties op met leveranciers, banken en klanten. Deze relaties kunnen slechts ontstaan doordat het bedrijf steeds in handen blijft van dezelfde familie, in tegenstelling tot niet-familiebedrijven die vaak een snel verloop van managers kennen. (Anderson & Reeb, 2003a) Omwille van het belang van een goede reputatie en het doel om voort te blijven bestaan, beweren Anderson, Mansi & Reeb (2003) dat familiebedrijven minder schulden bezitten dan niet-familiebedrijven. Het houden van veel schulden leidt immers tot een verhoogd risico op faillissement.

Villalonga & Amit (2006) halen aan dat wanneer een familiebedrijf gecontroleerd wordt door één meerderheidsaandeelhouder, dit kan leiden tot een nieuwe categorie van agency problemen: de agency problemen tussen de meerderheidsaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders. Deze meerderheidsaandeelhouder kan namelijk zijn positie misbruiken om extra voordelen te krijgen die de minderheidsaandeelhouders niet krijgen maar waar ze evenzeer recht op hebben. De meerderheidsaandeelhouder heeft echter enorm veel belang bij het goed presteren van het bedrijf en zal dan ook managementcontroles uitvoeren, waarvan de minderheidsaandeelhouders mee profiteren. Men kan dus besluiten dat het hebben van één meerderheidsaandeelhouder bepaalde agency problemen veroorzaakt: namelijk deze tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders. Andere agency problemen verminderen daarentegen: namelijk deze die ontstaan door scheiding van management en eigendom. (Villalonga & Amit, 2006; Maury, 2006) Wanneer de meerderheidsaandeelhouder familie is, beweren Villalonga & Amit (2006), dat deze meer controles zal uitvoeren, maar ook meer geneigd is tot het toekennen van voordelen aan zichzelf ten koste van de minderheidsaandeelhouders. In een familiebedrijf is dus volgens hen hoofdzakelijk het agency probleem tussen de meerderheids- en de minderheidsaandeelhouders van belang. Villalonga & Amit onderzoeken vervolgens welke agency problemen het meest de aandeelhouderswaarde verminderen. Het resultaat van deze test is dat de agency problemen tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders de aandeelhouderswaarde sterker verminderen dan de agency problemen tussen eigendom en management. Anders gezegd verhoogt het eigendom van de stichtende familie de totale

agency kosten. Anderson & Reeb (2003b) vinden echter in hun empirische test dat familiebedrijven een grotere aandeelhouderswaarde hebben dan niet-familiebedrijven. Hieruit besluiten zij dat familiale eigendom de agency kosten niet verhoogt, maar integendeel verlaagt.

Om de invloed van eigendom op de agency kosten te meten, vertrekken Ang, Cole & Wuh Lin (2000), zoals eerder aangehaald (paragraaf 3.5.5), vanuit een bedrijf met geen agency kosten (manager bezit 100% van de aandelen). Vervolgens onderzoeken ze de agency kosten van een bedrijf waarvan de managers geen aandelen bezitten, dus het andere uiterste. Ten slotte bepalen ze de agency kosten van bedrijven tussen deze twee uitersten. Het resultaat van deze test is dat de agency kosten dalen naarmate het eigendom toeneemt. Volgens hen bestaat er dus een lineaire relatie tussen het eigendom en de agency kosten. Anderson, Mansi & Reeb (2003) daarentegen bekomen in hun empirisch onderzoek een curvilineaire relatie tussen het eigendom en de agency kosten. De agency kosten van een familiebedrijf zijn steeds lager dan deze van een niet-familiebedrijf. De agency kosten dalen tot het eigendom kleiner is dan 12%. Dan zijn deze agency kosten immers het laagste, hierna worden de kosten weer groter.

Er zijn verschillende soorten van familiale eigendom: ze variëren van eerstgeboorterecht, waarbij de aandelen worden doorgegeven aan de eerstgeborene, tot mede-erfgenaamschap, waarbij de nakomelingen elk een gelijk aandeel krijgen. (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a) Er zijn bovendien drie vormen van eigendom: controlerend eigenaar/stichter, brussen-team en nevichten-netwerk. In de eerste vorm, die van de controlerende eigenaar/stichter zijn de eigendom en het bestuur in handen van één persoon. In het brussen-team is het eigendom verdeeld over broers en/of zussen. Tenslotte in het nevichten-netwerk is het aandelenbezit verder verdeeld en doorgegeven aan een derde of nog verdere generatie. De agency conflicten verschillen naargelang de fase van eigendom. Deze fasen worden in de volgende paragrafen besproken. (Lievens, 2004)

De *controleerende eigenaar/stichter* houdt een hoge schuldgraad aan. Bovendien houdt hij een hogere schuldgraad aan in periodes van hoge marktgroei dan in periodes van lage marktgroei. Dit verschil wordt verklaard door het feit dat een hogere schuldgraad voor hem een grotere bedreiging voor verlies van zijn individuele rijkdom betekent. Door het fenomeen van altruïsme (zie paragraaf 4.2) is deze eigenaar ook bekommerd om de noden van ieder familielid. Soms kunnen het zelfbelang van de eigenaar en het belang van de familie echter met elkaar in conflict geraken, wat leidt tot agency kosten. De familie kan het daarom noodzakelijk vinden deze controleerende eigenaar/stichter zelf te controleren. Bovendien hebben de familieleden met een klein aandelenbezit en de controleerende eigenaar/stichter een andere kijk op de investeringsbeslissingen. De familieleden wensen eerder risicovolle investeringen te nemen, omdat zij slechts gedeeltelijk het risico meedragen en zij dus een groter voordeel kunnen hebben bij het nemen van risico's. Dit fenomeen is kleiner dan bij minderheidsaandeelhouders in een publieke firma, omdat de familieleden beseffen dat zij misschien later ook een managementfunctie in dit bedrijf kunnen krijgen en zij dus begaan zijn met de reputatie/status van het bedrijf. Wanneer de controleerende eigenaar/stichter niet het gewenste risico neemt bij investeringen, hebben familieleden die een klein aandelenbezit hebben, de neiging zichzelf bepaalde voordelen toe te kennen. Hierbij durven ze zelfs tot free-riding over te gaan ten nadele van de controleerende eigenaar/stichter. Dit zal leiden tot een vermindering van het gebruik van schulden naarmate de andere familieleden meer aandelen bezitten. (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003b)

In het *brussen-team* zijn de agency problemen nog groter en gecompliceerder. De CEO is meestal degene met het grootste aandelenbezit, bovendien is hij meestal niet de stichter of het biologische hoofd van de familie. Je kan hem zien als een familieleider die de bedrijfsmiddelen gebruikt om de welvaart van de familie te verhogen en om de inkomsten te herinvesteren in plaats van te consumeren. Alle broers/zussen zijn vooral bekommerd om hun eigen welvaart en deze van hun eigen gezin, in plaats van deze van de gehele familie of van het bedrijf. Er kunnen bovendien ook hier conflicten optreden tussen iemands eigenbelang en dat van de familie of tussen dat van zijn gezin en de gehele familie.

Wanneer een bepaald familielid bijvoorbeeld liever een hoog dividend zou krijgen om bepaalde persoonlijke kosten te kunnen dekken, kan dit leiden tot conflicten. Bovendien zijn vele familieleden ook geneigd tot het mee profiteren van het werk van de CEO. Er is hier dus sprake van een bijkomend agency probleem, namelijk het probleem dat ontstaat tussen de verschillende gezinnen van de broers/zussen. Dit probleem wordt nog verergerd wanneer de CEO zijn opvolgingspolitiek bekend maakt. Er komen dan gevoelens van jaloezie die bovenstaande agency problemen verergeren. Een verspreiding van de aandelen onder de broers/zussen kan dus zorgen voor een groter aantal agency conflicten dan in de voorgaande fase en kan het gebruik van schulden verminderen. Vele familiebedrijven overleven deze fase niet, door de vele conflicten. (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a en Lubatkin e.a., 2005)

In het *nevichten-netwerk* tenslotte zijn er weer minder agency conflicten. De aandelen zijn nog meer gespreid en het is uitzonderlijk dat één individu een meerderheidsaandeelhouder is. Het zelfbelang speelt dus een veel kleinere rol en men is vooral bekommerd om de toekomstige waarde van zijn bezit. De belangen van de verschillende familieleden zijn evenwaardig. Er zijn erg veel familieleden die aandelen hebben, maar niet in het bedrijf werken. Hun belangen zijn gelijkaardig aan deze van de investeerders in een publieke firma. De managers zijn meer geneigd tot het gebruik van schulden. Door het verspreide aandeelhouderschap zijn zij bovendien meer geneigd tot het dragen van het bijhorende risico. Deze managers investeren in groei en bezorgen de familieleden een voldoende hoog dividend. Hoe groter de verspreiding van de aandelen in deze fase, hoe meer de managers geneigd zijn tot groei en hoe meer ze geneigd zijn tot het riskeren van het gebruik van schulden om deze groei te financieren. (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a)

Uit de drie bovenstaande paragrafen concluderen we dat de managers meer geneigd zijn tot het gebruik van schulden in de fase van de controlerende eigenaar/stichter en in het *nevichten-netwerk*. Ze zijn minder geneigd tot het gebruik van schulden in het *brussen-team*, of anders gezegd de relatie tussen het gebruik van schulden en de verspreiding van eigendom is U-vormig. In termen van agency kosten uitgedrukt: de relatie tussen agency

kosten en de verspreiding van eigendom is curvilineair. (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a) We leiden daarom de volgende hypothese af uit deze paragraaf, die we later in de empirie zullen testen:

Hypothese 1 : Familiale eigendom heeft een positief effect op de schuldgraad.

5.2. Familiale bestuur

5.2.1. De invloed van het familiale bestuur in familiebedrijven

Wanneer een familielid de CEO is van een familiebedrijf kan dit leiden tot enkele nadelen. Een eerste nadeel is dat de CEO meer geneigd kan zijn om de belangen van de familie te dienen dan de belangen van het bedrijf. Bovendien kan deze CEO dikwijls minder bekwaam en getalenteerd zijn dan een externe manager. Er bestaan echter ook voordelen. De CEO voelt zich sterk geïdentificeerd met het bedrijf en hij is erg gemotiveerd om zijn taak behoorlijk uit te voeren. Bovendien bouwen deze bedrijven een erg goede reputatie op, die behouden blijft doordat de CEO uit dezelfde familie komt. (Anderson & Reeb, 2003b) Een ander voordeel is dat de doelen van het bedrijf en die van de familie nauwer met elkaar verweven zijn. (Anderson, Mansi & Reeb, 2003)

Er zijn drie soorten van bestuur: de CEO is een stichter, een opvolger of een buitenstaander. De stichter als CEO, is het eerste familielid dat de CEO positie in handen krijgt: het familiebedrijf bevindt zich in de eerste generatie. Een opvolger als CEO, is een familielid die met de opvolging van het familiebedrijf belast wordt. Hij is ofwel een opvolger van de stichter of van een andere opvolger. Een buitenstaander als CEO, is een niet-familielid die de taak krijgt om het familiebedrijf te leiden.

We bestuderen eerst de eigenschappen van een stichter als CEO aan de hand van onderstaande tabel. Uit deze tabel leiden we af dat, wanneer de stichter ook de voorzitter is van de raad van bestuur, dit de hoogste waarde toevoegt aan het bedrijf. Wanneer de

stichter de voorzitter is van de raad van bestuur en een opvolger de taak van CEO volbrengt, levert dit de allerlaagste waarde op. Dit is echter gebaseerd op 10 gegevens en beschouwen we dus als statistisch niet-significant. Stichters brengen dus waardevolle vaardigheden binnen in het bedrijf. We merken ook op dat deze vaardigheden, van de stichter als voorzitter in de raad van bestuur, dezelfde waarde hebben indien de stichter zowel CEO is, als een buitenstaander CEO is. Bovendien tonen de regressieresultaten van de empirische test dat stichters als voorzitter van de raad van bestuur meer waarde toevoegen dan stichters als CEO. Dit kunnen we verklaren doordat de stichter waarschijnlijk een inspirerende leider of buitengewoon getalenteerd wetenschapper is, maar geen goede manager. (Villalonga & Amit, 2006)

Tabel 6: Effect van stichters/opvolgers/buitenstaanders op de waarde van een bedrijf

This table reports on the distribution of the roles of Chief Executive Officer and Chairman of the Board between family firm founders, descendants, and hired individuals in family firms, and on its effect on firm value. The top number in each cell is the mean Tobin's q , the bottom number is the number of firms in each group (in square brackets). Family firms are defined as those where the family has any shares. Tobin's q is measured as the ratio of the firm's market value to total assets, using Compustat data for both share price and total shares outstanding for companies with one single class of stock. For firms with multiple share classes, proxy data are used for total shares outstanding of all classes of shares (publicly traded and non-tradable). The subsample in this table comprises 1,041 family firm-year observations from ** Fortune-500 firms listed in U.S. stock markets during 1994-2000.

	Founder-CEO	Descendant-CEO	Hire-CEO	Total
Founder-Chairman of the Board	3.12 [215]	1.61 [10]	2.81 [73]	3.00 [298]
Descendant-Chairman of the Board	- [0]	1.74 [306]	1.81 [78]	1.76 [384]
Hire-Chairman of the Board	- [0]	- [0]	1.94 [359]	1.94 [359]
Total	3.12 [215]	1.74 [316]	2.04 [510]	2.17 [1,041]

Uit Villalonga & Amit (2006)

Volgens Anderson, Mansi & Reeb (2003) brengt de stichter ook unieke, waardetoevoegende vaardigheden in het familiebedrijf. De opvolger heeft deze vaardigheden meestal niet. Hij verkrijgt de functie van CEO enkel omdat hij een familielid is. Men veronderstelt dus dat de stichter de agency kosten doet dalen, en de opvolger deze weer doet stijgen. De agency kosten zijn in beide gevallen echter lager dan in een niet-familiebedrijf. In een empirische test tonen Anderson, Mansi & Reeb (2003) aan dat wanneer de CEO een familielid is, de

agency kosten lager zijn dan in een niet-familiebedrijf. De agency kosten zijn hoger indien de CEO een opvolger is. De resultaten van de stichter als CEO zijn niet-significant. Anderson & Reeb (2003b) tonen echter aan dat het familiale bestuur geen invloed heeft op de schuldgraad van een bedrijf.

Blokhouders zijn personen die 5% of meer aandelen bezitten van het bedrijf en die geen enkele relatie met het bedrijf hebben buiten deze aandelen. We vermoeden dat ook deze een invloed hebben op de agency kosten. Zij zijn geneigd tot het controleren van de managers, omdat zij toch een belangrijk aandeel in het bedrijf hebben. Anderson, Mansi & Reeb (2003) tonen echter aan dat zij geen significant effect hebben op de agency kosten. (Anderson, Mansi & Reeb, 2003) Hieruit leiden we de volgende hypothesen af:

Hypothese 2 : Wanneer de CEO een stichter is dan heeft dit een positief effect op de schuldgraad.

Hypothese 3 : Wanneer de CEO een opvolger is dan heeft dit een negatief effect op de schuldgraad.

Hypothese 4 : Blokhouders hebben geen invloed op de schuldgraad.

5.2.2. Stichters versus opvolgers

In deze paragraaf trachten we een beter inzicht te krijgen in familiebedrijven die bestuurd worden door een stichter en in familiebedrijven die bestuurd worden door een opvolger. We gaan na waarin beide bedrijven van elkaar verschillen. Dit doen we aan de hand van de empirische studie van McConaughy & Phillips (1999). De meeste van deze verschillen kunnen verklaard worden aan de hand van de leeftijd van het bedrijf. Familiebedrijven bestuurd door een stichter zijn jonge bedrijven die dus nog dienen te investeren in vaste activa en onderzoek en ontwikkeling. De familiebedrijven bestuurd door een opvolger kunnen al profiteren van deze investeringen en zijn daardoor winstgevender.

Volgens de empirische studie van McConaughy & Philips (1999) blijken familiebedrijven, bestuurd door een opvolger, *winstgevender* te zijn. Deze bedrijven beheersen hun kosten dus beter of ze profiteren van de hogere afschrijvingen van de verouderde activa. Familiebedrijven bestuurd door een stichter zijn productiever, de werknemers realiseren hogere verkoopcijfers en kasstromen. De familiebedrijven bestuurd door een opvolger realiseren echter een hogere omloopsnelheid van de ingezette middelen. Dit kan betekenen dat familiebedrijven, bestuurd door een opvolger, *efficiënter* zijn, of dat zij profiteren van de hogere afschrijvingen van de verouderde activa. Familiebedrijven bestuurd door een stichter zijn *groeierende* bedrijven in tegenstelling tot familiebedrijven bestuurd door een opvolger. Dit kan verklaard worden door het leeftijdsverschil, zoals eerder aangegeven. Wanneer McConaughy & Philips (1999) echter een regressie uitvoeren met leeftijd als verklarende variabele, merken we op dat niet alle verschillen kunnen toegeschreven worden aan het verschil in leeftijd. Verder tonen zij aan dat beide bedrijven op dezelfde manier *gefinancierd* zijn. Zij vinden geen statistisch significant verschil in het gebruik van schulden tussen beide. Wel bestaat er een verschil tussen de financiering van familiebedrijven en niet-familiebedrijven. De laatst genoemde gebruiken meer schulden. Ook vinden zij geen significant verschil in *waarde* tussen beide bedrijven.

5.3. Verschil in risico in familiebedrijven en niet-familiebedrijven

De beweringen van onderzoekers zijn erg verdeeld over dit onderwerp. Velen beweren dat familiebedrijven lagere bedrijfsrisico's wensen dan niet-familiebedrijven. Er zijn echter ook onderzoekers die het tegendeel beweren en hiervoor bepaalde argumenten aanhalen. De resultaten van de empirische studies zijn ook tegenstrijdig. Bovendien is er onenigheid over het feit of eigendom of eerder bestuur een invloed heeft op de schuldgraad. We proberen in deze paragraaf een beeld te geven van de verschillende visies en de achterliggende argumenten die hieraan ten grondslag liggen.

Schulze, Lubatkin & Dino (2003a) vragen zich terecht af waarom familiebedrijven geneigd zouden zijn tot een afkering van het gebruik van schulden. Het gebruik van schulden heeft

immers enorm veel voordelen, zoals onder andere het fiscale voordeel dat reeds werd aangehaald in hoofdstuk 3. Intern gegenereerd kapitaal is immers twee tot drie keer duurder dan schulden. Bovendien verhoogt het de gemiddelde kapitaalkost en beperkt het de groei van het bedrijf. Deze afkering van schulden is bovendien in contrast met de agency theorie. De eigenaars zijn geneigd tot hoge risicoactiviteiten omdat dit hun welvaart verhoogt, terwijl managers geneigd zijn tot lage risicoactiviteiten. Agency theorie suggereert dus dat bedrijven, waarvan sommige aandeelhouders ook de managers zijn de optimale risicostructuur zouden bezitten.

Zoals reeds werd aangehaald in paragraaf 5.1. bezitten stichtende families meestal een ongediversifieerde portefeuille. Ze hebben er dus alle baat bij dat het bedrijf blijft voortbestaan. We verwachten dat familiebedrijven om deze redenen het risico proberen te minimaliseren. Hiervoor bestaan verschillende manieren. Een eerste manier is door bedrijfsdiversificatie. Dit betekent dat men investeert in verschillende uiteenlopende activiteiten, wanneer de ene investering in een bepaalde activiteit minder rendabel is, kan deze gecompenseerd worden door een investering in een andere activiteit die winstgevender bleek dan verwacht. (Anderson & Reeb, 2003b). Men kan ook het risico verminderen door grote hoeveelheden vaste activa aan te houden in verhouding tot de vlottende activa. Deze vaste activa kunnen immers als onderpand dienen, waardoor het aangaan van schulden minder risicovol is. Een andere manier om het risico te verlagen is het aanhouden van interne middelen. Wanneer men immers over veel interne middelen beschikt, kan men met deze middelen de investeringen financieren; zij zijn immers minder risicovol. Overvloedige interne middelen leiden echter tot agency kosten, zoals gesteld in paragraaf 3.4.2.1. (Mishra & McConaughy, 1999) Een andere mogelijkheid is het bedrijf te financieren met zekere middelen, of anders gezegd eigen vermogen verkiezen boven vreemd vermogen. Dit eigen vermogen komt immers voor een groot stuk van de familie zelf en dient men niet binnen een bepaalde termijn terug te betalen. (Anderson & Reeb, 2003b) Tenslotte wanneer een bedrijf véél groeikansen heeft, is het risico ook lager. Er bestaan dan immers voldoende mogelijkheden om in te investeren. (Mishra & McConaughy, 1999)

In een empirische test vinden McConaughy, Mattheus & Fialko (2001) dat familiebedrijven, bestuurd door een stichter, een lagere schuldgraad hebben. Mishra & McConaughy (1999) beamen dit en vinden dat deze meer vaste activa aanhouden en meer met interne middelen financieren. Anderson & Reeb (2003b) vinden echter dat familiebedrijven in mindere mate aan bedrijfsdiversificatie doen en dat familiale eigendom geen invloed heeft op de kapitaalstructuur. Een mogelijke verklaring zou kunnen zijn dat familiebedrijven actief zijn in lage risico activiteiten, dit in vergelijking met niet-familiebedrijven. Wanneer ze echter in hun empirische test de schuldgraad van beide bedrijven vergelijken merken ze dat beide een gelijkaardige schuldgraad hebben. Verder vinden ze ook dat het familiale bestuur deze resultaten niet beïnvloedt. Dit is in tegenstelling tot de resultaten van Mishra & McConaughy (1999), die beweren dat wel het familiale bestuur de schuldgraad bepaalt en niet het familiale eigendom. Schulze, Lubatkin & Dino (2003a) beweren bovendien dat risico geen functie is van de totale concentratie van eigendom in de raad van bestuur maar een functie van de spreiding van eigendom in deze raad: zijn er bestuursleden die een groot deel bezitten of bezitten de bestuursleden elk een klein deel. Wanneer het eigendom immers niet erg gespreid is en bijvoorbeeld een lid van de raad van bestuur een vrij groot aandelenbezit heeft, is deze geneigd tot lagere risico's om zo zijn ongediversifieerde portefeuille te beschermen. Deze relatie blijkt een curvilineaire relatie te zijn: wanneer de hoofdaandeelhouder minder dan 1/3 van het aandelenbezit in handen heeft stijgt het risico, waarna het weer daalt. (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a)

Anderson & Reeb (2003b) onderzoeken ook of de relatie tussen diversificatie en familiale eigendom curvilineair is. Ze vinden dat diversificatie eerst stijgt tot een familiale eigendom van 35% bereikt wordt, daarna neemt de diversificatie af; deze diversificatie is echter steeds kleiner dan bij een niet-familiebedrijf.

Een alternatieve visie wordt ook aangehaald door Anderson & Reeb (2003b). Zij beweren dat omwille van de familiewelvaart die erg samenhangt met de bedrijfsprestaties, deze bedrijven goede beheerders zijn van familiewaarde. Zij zullen de agency conflicten zo veel mogelijk proberen te verminderen omdat dit de waarde van het bedrijf laat toenemen. Zij hanteren

bovendien geen bedrijfsdiversificatie omdat dit negatieve effecten heeft op de waarde van het bedrijf. Wanneer deze bedrijven gecontroleerd worden door een familielid zijn de inspanningen om de waarde te verhogen nog groter. Bovendien zou een grote diversificatie tot gevolg hebben dat de vereiste kennis niet binnen de familie gevonden kan worden, wat leidt tot onzekerheid in de familie. Wanneer bovendien een bedrijf een grote hoeveelheid schulden aangaat, is het bijna onmogelijk om slechte investeringen te doen. Deze zouden immers kunnen leiden tot een faillissement. Om deze slechte investering tegen te gaan houden familiebedrijven volgens deze alternatieve visie een hogere schuldgraad aan.

Hypothese 5: De relatie tussen familiale eigendom en bedrijfsdiversificatie is positief lineair.

Hypothese 6: Familiebedrijven hebben een lager risico dan niet-familiebedrijven.

5.4. Besluit

In dit hoofdstuk werd de invloed nagegaan van familiale eigendom en familiale bestuur op de schuldgraad/agency kosten van een familiebedrijf. Over de relatie tussen familiale eigendom en de schuldgraad heerst er veel onenigheid. Sommige onderzoekers beweren dat familiale eigendom de schuldgraad verhoogt, anderen beweren dat het de schuldgraad verlaagt. Bepaalde onderzoekers denken dan weer dat de relatie tussen beide niet lineair, maar curvilineair is. Over de relatie tussen familiale bestuur en de schuldgraad heerst er minder onenigheid. Men verwacht dat wanneer de CEO een stichter is dit de schuldgraad verhoogt en dat wanneer hij een opvolger is dit de schuldgraad verlaagt. Echter enkele empirische studies wijzen op een niet-significant verband tussen beide. In deze paragraaf werden ook de verschillende visies over het risico in een familiebedrijf besproken. Ook over deze topic heerst er onenigheid. In het volgende hoofdstuk worden de verschillende hypothesen, opgesteld in dit hoofdstuk, getest via een empirische studie.

Hoofdstuk 6: Empirische resultaten

In dit hoofdstuk wordt de empirische studie besproken die uitgevoerd werd om de hypothesen in hoofdstuk 5 te testen. Deze studie hanteert een gelijkaardige methodologie zoals die voorgesteld wordt in de empirische studie van Anderson & Reeb (2003b). We starten met een beschrijving van de samenstelling van de databank. Vervolgens bespreken we hoe de primaire variabelen en de controlevariabelen gemeten en verzameld werden. Daarna wordt de resultaatverwerking besproken, die uitgevoerd werd met het statistisch programma SPSS 14.0. Vervolgens worden de resultaten van dit onderzoek uitvoerig besproken om uiteindelijk te komen tot een conclusie omtrent de verkregen resultaten. Tenslotte bespreken we uitvoerig de robuustheid van deze studie.

6.1. Samenstelling van de databank

6.1.1. De bedrijven

De databank werd gevormd op basis van alle Belgische en Nederlandse bedrijven die in maart 2007 genoteerd stonden op eurolist, de naam van de gereguleerde markt van euronext. De aandelen op eurolist worden ofwel op de continu- of op de fixingmarkt genoteerd. Op de continuumarkt is continu handel mogelijk tijdens de openingsuren van de beurs (van 9:00 – 17:40), terwijl op de fixingmarkt slechts twee keer per dag een koersvorming mogelijk is. De bedrijven op de vrije markt en de alternext markt worden buiten beschouwing gelaten. Deze lijst kon via de website www.euronext.be gemakkelijk samengesteld worden. Hierbij werden 14 bedrijven, waarover onvoldoende informatie gevonden kon worden, uit de database weerhouden. Het betrof hier hoofdzakelijk bedrijven zonder website of bedrijven waarvan het jaarverslag niet bekomen kon worden. Dit leverde een database op van 256 bedrijven, waarvan 126 Belgische en 130 Nederlandse.

Vervolgens onderzochten we welke van deze bedrijven familiebedrijven zijn. Deze kregen een binaire variabele met de waarde één toegewezen. Zoals in hoofdstuk 2 reeds

beschreven, is het erg moeilijk de waarde van deze variabele in te schatten. Er bestaat namelijk geen éénduidige definitie over de precieze betekenis en de inhoud van het begrip "familiebedrijf". De meeste definities zijn gebaseerd op familiebetrokkenheid, omdat men beweert dat dit hetgeen is wat een familiebedrijf onderscheidt van andere bedrijven. Omwille van deze reden hebben wij ook gekozen voor een definitie gebaseerd op familiebetrokkenheid. Over de interpretatie van dit begrip heerst er echter veel onenigheid. Sommigen beweren dat je enkel een familiebedrijf bent wanneer je zowel het eigendom als het management in handen hebt. Anderen beweren dan weer dat één van de twee voldoende is. Een definitie gebaseerd op familiebetrokkenheid is een statische definitie. We hebben echter in hoofdstuk 2 gezien dat beter gebruik gemaakt wordt van een dynamische definitie gebaseerd op visie en opvolgingstechniek. Echter een dynamische definitie is niet geschikt om een sluitend onderscheid te maken. Om deze reden hebben we gekozen voor een statische definitie, die gebaseerd is op enkel familiale eigendom. Merk op dat we ons voor de definitie niet gebaseerd hebben op zowel familiale eigendom als op familiale bestuur, omdat hierdoor een groot deel van de familiebedrijven uit de studie zouden worden geweerd. De afweging werd gemaakt tussen familiale eigendom of familiale bestuur. Om deze afweging te maken hebben we ons gebaseerd op gelijkaardig onderzoek. Zowel de studenten vennootschapsrecht van het Jan-Ronse instituut, Anderson & Reeb (2003b) als Villanlonga & Amit (2006) gebruikten een definitie op basis van familiale eigendom. Dit impliceerde de volgende vraag: "Op welk percentage van familiale eigendom baseren we ons dan?" Ook hier lieten we ons leiden door voorgaande empirische onderzoeken. De studenten vennootschapsrecht van het Jan-Ronse instituut hanteerden de volgende definitie "Een familiale onderneming is een onderneming waarin een familie meer dan 50% van de stemrechten in handen heeft of de feitelijke controle bezit ". (Jan-Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 2006). Anderson & Reeb (2003b) beschouwen daarentegen een familiebedrijf als een bedrijf waarbij de familie aandelen in bezit heeft, hoe groot dit percentage ook is. Dit impliceert dus dat, wanneer een familielid meer dan 0% aandelen bezit, het bedrijf impliciet gedefinieerd kan worden als een familiebedrijf. Dit leek ons echter veel te ruim, hoewel de definitie van 50% dan weer te streng leek. Er werd daarom ook gekozen voor een definitie die zich baseert op een waarde van 20%. Dezelfde definitie

werd tevens gehanteerd door Villanlonga & Amit (2006). De definitie die gebruikt werd in ons onderzoek luidt dan ook als volgt:

Een bedrijf is een familiebedrijf wanneer minstens 20% van de aandelen van het bedrijf in handen is van één of enkele personen of families.

De informatie over de aandeelhouderstructuur kon afgeleid worden uit de jaarverslagen van de individuele bedrijven of voor de Belgische bedrijven met behulp van het computerprogramma Belfirst. Als deze informatie onvoldoende bleek, zochten we op website www.euronext.be, op de website van het bedrijf zelf of in andere relevante artikels en websites. Voor de Belgische bedrijven vormde het artikel in Trends (2006) over de 100 rijkste zakenfamilies een handig hulpmiddel. Wanneer dit ons nog geen éénduidig resultaat opleverde werd het bedrijf gecontacteerd per e-mail. De opsplitsing volgens bovenstaande definitie leverde ons in totaal 100 familiebedrijven op.

Het is echter niet eenvoudig te achterhalen of er een familie achter een bepaalde aandeelhouder schuilgaat. Bovendien is de beschikbare informatie niet altijd even duidelijk. Omwille van deze twee redenen werd de waarde van deze variabelen gebaseerd op vermoedens van familiale inmenging.

6.1.2. De variabelen

De verschillende variabelen werden op een gelijkaardige manier gezocht als de binaire variabele "familiebedrijf". In deze paragraaf beschrijven we dan ook enkel de manier waarop de verschillende variabelen gemeten werden. De variabelen worden opgedeeld in twee soorten, primaire variabelen en controlevariabelen. De primaire variabelen zijn de variabelen waarnaar specifiek onderzoek verricht wordt. Voor bijna iedere primaire variabele wordt meer dan één meting gebruikt om de betrouwbaarheid van de studie te waarborgen. De controlevariabelen worden gebruikt vanwege hun een belangrijke invloed op de primaire variabelen. Het ontbreken van deze variabelen zou de studie aanzienlijk vertekenen.

6.1.2.1. De primaire variabelen

De variabele **“familiale eigendom”** wordt op drie verschillende manieren berekend. Een eerste methode is met behulp van een binaire variabele die de waarde één aanneemt wanneer de familie aandelen bezit en de waarde nul wanneer dit niet het geval is. Een tweede methode is gebaseerd op het percentage van de totale aandelen dat de familie in bezit heeft. De laatste methode meet het aandelenbezit van de familie in euro. Deze laatste meting lijkt ons nuttig omdat een aandeelhouder met een aandelenbezit van 5% ter waarde van 1 000 000 euro een grotere invloed zal hebben op bepaalde metingen dan een aandeelhouder met aandelenbezit van 5% ter waarde van 5000 euro. Zo vermoeden we dat de eerstgenoemde eerder geneigd is tot diversificatie en risicovermijding dan de tweede aandeelhouder. (Anderson & Reeb, 2003b) Om duidelijk weer te geven over welke berekeningswijze het precies gaat, geven we aan de variabele een cijfer mee, naargelang de berekeningswijze. Familiale eigendom¹ betekent bijvoorbeeld dat deze variabele gemeten werd via een binaire variabele.

Een andere variabele: **“bedrijfsdiversificatie”** wordt gemeten door een binaire variabele die de waarde één aanneemt wanneer het bedrijf meer dan één “Standard Industry Classification (SIC) codes” bezit. Een alternatieve meting is het aantal verschillende SIC codes.

De variabele **“schuldgraad”** wordt gemeten door de totale lange termijn schulden te delen door het balanstotaal. De alternatieve meting is de deling van de korte termijn schulden door de marktwaarde van het bedrijf.

De variabele **“risico”** wordt gemeten door de standaardafwijking van de aandelenkoers van de laatste 12 maanden. Een alternatieve meting is de bètacoëfficiënt. Deze geeft de gemiddelde gevoeligheid weer van het rendement van het aandeel voor schommelingen in het marktrendement. Deze bètacoëfficiënt wordt geschat op basis van maandelijkse of dagelijkse, historische tijdreeksen van rendementen van een aandeel en rendementen van een beursindex. (Laveren e.a., 2004) Voor de Belgische bedrijven hebben we gekozen voor

de “B.A.S. index”, dit is een “all shares” index die de evolutie van de Belgische Euronext markt als een geheel weergeeft. De “Amsterdam Exchange All-Share index” is een gelijkaardige index voor de Nederlandse Euronext markt en werd gebruikt voor de Nederlandse bedrijven. (euronext, 2007)

De laatste primaire variabele is “**waarde**”. Deze variabele wordt gemeten door de “excess value (EV)”. De EV is de marktwaarde van het eigen vermogen gesommeerd met de boekwaarde van de totale schulden. Van deze som wordt het balanstotaal afgetrokken. Vervolgens wordt dit geheel gedeeld door het balanstotaal. Een alternatieve meting is de “economic value added” (EVA) Deze wordt berekend door het nettoresultaat na belastingen te verminderen met het kapitaal dat vermenigvuldigd wordt met de kapitaalkost. Voor een aantal bedrijven was de kapitaalkost niet op te sporen, deze werd dan berekend op basis van de methode beschreven door Laveren e.a. (2004). Deze berekening maakt gebruik van een aantal bijkomende variabelen. Een eerste bijkomende variabele is de risicovrije rente, die we gelijkstellen aan 4,20%. Dit is de rente op een OLO op 10 jaar gedurende de 2^{de} week van april. Een andere bijkomende variabele is de marktrisicopremie. Voor deze waarde hebben we ons gebaseerd op een studie van Dimson, Marsh & Staunton (2006). Op basis van een studie in 17 landen over een tijdsinterval van 106 jaar, bekwamen zij een verwachte marktrisicopremie van ongeveer 5%. De belastingsvoet werd bepaald door een gemiddelde waarde van de laatste 2 of 3 boekjaren. De laatste bijkomende variabele, de intrestkost, werd berekend door de financiële kosten te delen door de financiële schulden.

Om de invloed van de bedrijfsleider/CEO in een familiebedrijf, te meten, worden 3 bijkomende variabelen gedefinieerd. De variabele “**stichter als CEO**” is een binaire variabele die de waarde één aanneemt als de CEO ook de stichter is van het familiebedrijf. De variabele “**opvolger als CEO**” is eveneens een binaire variabele met de waarde één als de CEO een lid is in de volgende generatie(s) van de controlerende familie. De variabele “**Externe CEO**” is gelijk aan één, indien de CEO een externe is en dus geen lid van de familie. De constante in de regressie staat voor de CEO in een niet-familiebedrijf.

Tenslotte werd ook de variabele **“familiale bestuur in verhouding tot eigendom”** toegevoegd omdat familieleden dikwijls procentueel meer plaatsen innemen in de raad van bestuur dan dat ze aandelen bezitten. Deze variabele wordt gemeten door het procentuele aantal plaatsen in de raad van bestuur, gehouden door een familielid, te delen door het percentage familiale eigendom.

6.1.2.2. Controlevariabelen

Een eerste controlevariabele is de **“bedrijfs grootte”** die gemeten wordt door het natuurlijke logaritme van het balanstotaal. De variabele **“leeftijd van het bedrijf”** wordt bepaald door het aantal jaren na oprichting. Een volgende variabele, de **“Onderzoeks- en ontwikkelingskosten”** wordt berekend door de kosten van onderzoek en ontwikkeling te delen door de omzet. In de regressie naar bedrijfsdiversificatie en schuldgraad wordt het **“risico”** ook als controlevariabele gebruikt. De berekening van deze variabele gebeurt, zoals beschreven in paragraaf 6.1.2.1., op basis van de standaardafwijking van de aandelenkoers van de laatste 12 maanden. De variabele **“winstgevendheid”** wordt vervolgens gemeten door de rendabiliteit van het totale vermogen na belastingen (roa). Een andere variabele is de **“liquide middelen en geldbeleggingen”**. Dit is de som van beide balansposten gedeeld door het balanstotaal. De variabele **“externe blokhouders”** wordt gemeten door het totale percentage van de aandelen dat gehouden wordt door personen, zowel rechtspersonen als natuurlijke personen, die geen enkele andere relatie met het bedrijf hebben dan een aandelenbezit van meer dan 5%. De laatste controlevariabele is de **“onafhankelijkheid van de raad”** die gemeten wordt door het aantal onafhankelijke bestuurders te delen door het totale aantal bestuurders van de raad van bestuur voor België en de raad van commissarissen voor Nederland. Een bestuurder wordt als onafhankelijk beschouwd wanneer deze vrij is van enige commerciële, nauwe familie- of andere banden met de vennootschap, met de controlerende aandeelhouders of met het management, die aanleiding geven tot belangenconflicten waardoor zijn onafhankelijk oordeel wordt beïnvloed. Belangrijk op te merken hierbij is dat er een verschil bestaat tussen de corporate governance code voor Nederland en die voor België. In België hanteert men het zogenaamde ‘one tier’- model

waarbij de directie en commissarissen samen het bestuur vormen. Deze groep van bestuurders wordt typerend de raad van bestuur genoemd. Deze raad dient minstens uit drie onafhankelijke bestuurders te bestaan. (Lippens, 2004) In Nederland hanteert men echter het two tier'-model. Dit model impliceert een scheiding tussen directie en commissarissen die twee apart functionerende organen vormen. Hierbij wordt de groep van commissarissen de raad van commissarissen genoemd. Voor deze raad is het bovendien een vereiste dat alle commissarissen, met uitzondering van één persoon, onafhankelijk zijn. (Commissie Corporate Governance, 2003)

6.2. Beschrijvende univariate analyse

Tabel 7: Gemiddelde waarden voor de variabelen

	Niet-Familiebedrijf	Familiebedrijf	Totaal	F-test
Familiale eigendom 2	1,1560	50,9361	20,5257	0,000
Familiale bestuur in verhouding tot eigendom	,09344	,54695	,26990	0,000
Bedrijfsdiversificatie 2	,52	,48	,51	0,551
Bedrijfsdiversificatie 1	2,60	2,12	2,41	0,085
Schuldgraad 1	7,76969	,17731	4,81546	0,274
Waarde 1	20,21884	2,14462	13,18607	0,270
Waarde 2	3906390,30690	52765,74579	2383587,05291	0,413
Risico 1	9,03014	6,04915	7,87022	0,483
Risico 2	,7111	,4197	,5966	0,196
Externe blokhouders	31,66899	8,97050	22,83689	0,000
Aandelen CEO	1,34346	15,52850	6,86293	0,000
Onafhankelijkheid van de raad	,71514	,51122	,63548	0,000
Winstgevendheid	,15548	,10758	,13685	0,944
Bedrijfs grootte	19,84683	19,04239	19,53382	0,006
Leeftijd van het bedrijf	74,93988	53,51428	66,60307	0,258
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	,18211	,05394	,13166	0,483
Liquide middelen en geldbeleggingen	,29841	,09907	,22085	0,297

De univariate analyse start met een berekening van de gemiddelde waarden voor de belangrijkste variabelen (tabel 7). Deze gemiddelde waarden worden berekend voor zowel de totale steekproef als voor de familie- en niet-familiebedrijven.

Bij het bestuderen van deze tabel, merkt men op dat de waarden voor de schuldgraad via de eerste berekening hoger zijn dan 1. Dit zou betekenen dat de gemiddelde schuldgraad voor een niet-familiebedrijf gelijk is aan 777% en voor alle bedrijven aan 482%. Deze waarden zijn extreem hoog en niet echt realistisch. Wanneer de schuldgraad echter per bedrijf bestudeerd wordt, merkt men dat twee bedrijven, namelijk Management Share en Reed Elsevier een uitzonderlijk hoge schuldgraad, waarde (EV), winstgevendheid en liquide middelen en geldbeleggingen hebben. Er werd daarom beslist deze extreme waarden uit de analyse te weren, omdat ze anders de studie erg zouden vertekenen. Om deze reden werd de berekening van bovengenoemde variabelen herzien tot de waarden in tabel 8.

Tabel 8: Herziening gemiddelde waarden voor de variabelen

	Niet-Familiebedrijf	Familiebedrijf	Totaal	F-test
Schuldgraad 1	,20642	,17731	,19500	0,280
Waarde 1	1,76381	2,14462	1,91314	0,660
Winstgevendheid	,03445	,10758	,06313	0,010
Liquide middelen en geldbeleggingen	,14783	,09907	,12878	0,063

We merken in beide tabellen (7 en 8) dat er toch een aantal significante verschillen bestaan tussen familie- en niet-familiebedrijven. Het bestuderen van beide bedrijven afzonderlijk kan dus als waardevol beschouwd worden. De familie houdt gemiddeld 21% van de aandelen in een bedrijf en zelfs gemiddeld 51% in een familiebedrijf. Dit wijst erop dat de familie, zoals verwacht, een grote invloed heeft in de bedrijven. De familie oefent vooral via aandelen een invloed uit en in mindere mate door actief deel te nemen aan de raad van bestuur/raad van commissarissen. Dit leiden we af uit de variabele familiale bestuur in verhouding tot eigendom. Deze waarde kan ook te wijten zijn aan het verschil in corporate governance code tussen België en Nederland.

De verschillen in bedrijfsdiversificatie zijn minder uitgesproken, maar wel significant op het 10% niveau voor de eerste berekeningswijze. Beide zijn actief in gemiddeld 2 à 3 sectoren. 48% van de familiebedrijven is actief in slechts één segment, dit in vergelijking met 52% bij niet-familiebedrijven. Deze cijfers impliceren dat familiebedrijven iets minder geneigd

zijn tot bedrijfsdiversificatie. Deze theorie wordt in paragraaf 6.3.1 uitgebreid getest. De variabelen schuldgraad, waarde en risico zijn niet-significant verschillend. Dit betekent dat zowel familie- als niet-familiebedrijven gemiddeld dezelfde hoeveelheid schulden aanhouden, dezelfde waarde opleveren en evenveel risico nemen. Er zou dus geen verschil bestaan in deze hoofdvariabelen.

Wanneer we dieper ingaan op de aandelenstructuur, zien we dat in niet-familiebedrijven de aandelen voor ongeveer 31% gehouden worden door externe blokhouders, dit in vergelijking met slechts 9% voor familiebedrijven. De CEO heeft dan weer een beduidend groter aandelenbezit in familiebedrijven (15,53%) dan in niet-familiebedrijven (1,26%). De raad van bestuur/raad van commissarissen telt in niet-familiebedrijven significant meer onafhankelijke leden.

De overige variabelen tonen bovendien aan dat familiebedrijven iets winstgevender zijn, iets kleiner en even oud dan niet-familiebedrijven. Familiebedrijven blijken dus niet gemiddeld véél jonger te zijn dan niet-familiebedrijven. Dit is in tegenspraak met de verwachtingen uit paragraaf 5.1. We hadden namelijk verwacht dat familiebedrijven jonger zouden zijn omwille van het verhoogd aantal agency-conflicten wanneer de tweede generatie aan de macht komt. Vele familiebedrijven kunnen deze fase niet overleven. Tot slot merken we dat familiebedrijven evenveel onderzoeks- en ontwikkelingskosten hebben en minder liquide middelen en geldbeleggingen aanhouden.

Tabel 9 geeft de correlaties weer tussen de sleutelvariabelen. Er is slechts één variabele, significant negatief gecorreleerd met familiale eigendom, dat is de bedrijfsgrootte. Volgens deze tabel bestaat er dus geen significante correlatie tussen familiale eigendom enerzijds en bedrijfsdiversificatie, de schuldgraad, het risico of de waarde anderzijds.

Tabel 9: Correlatietabel

		Familiale eigendom 1	Bedrijfsdiversificatie 2	Schuldgraad 1	Risico 1	Waarde 1	Bedrijfs-grootte
Familiale eigendom 1	Pearson Corr.	1					
	Sig. (2-tailed)						
	N	257					
Bedrijfsdiversificatie 2	Pearson Corr.	-,039	1				
	Sig. (2-tailed)	,542					
	N	244	244				
Schuldgraad 1	Pearson Corr.	-,072	,075	1			
	Sig. (2-tailed)	,252	,245				
	N	255	242	255			
Risico 1	Pearson Corr.	-,057	-,043	-,064	1		
	Sig. (2-tailed)	,362	,505	,309			
	N	257	244	255	257		
Waarde 1	Pearson Corr.	,027	-,060	-,019	-,041	1	
	Sig. (2-tailed)	,671	,353	,757	,517		
	N	255	242	255	255	255	255
Bedrijfs-grootte	Pearson Corr.	-,152(*)	-,089	,324(**)	,039	-,153(*)	1
	Sig. (2-tailed)	,015	,164	,000	,533	,015	
	N	257	244	255	257	255	257

** Correlatie is significant op 1% niveau

* Correlatie is significant op 5% niveau

In een volgende stap gaan we de relatie na tussen familiale eigendom en de bedrijfsgrootte, bedrijfsdiversificatie en schuldgraad. Uit tabel 10 kan afgeleid worden dat wanneer de familie meer dan 10% van de aandelen in bezit heeft, de bedrijfsdiversificatie steeds lager is dan het gemiddelde van de niet-familiebedrijven. Of anders gezegd, bedrijven met een familiale eigendom van 10% zijn actief in minder uiteenlopende activiteiten dan het gemiddeld niet-familiebedrijf. Echter enkel de verschillen in bedrijfsgrootte zijn significant op het 5% niveau. Er bestaat op het eerste zicht dus geen relatie tussen bedrijfsdiversificatie en schuldgraad enerzijds en familiale eigendom anderzijds.

Tabel 10: Relatie tussen familiale eigendom enerzijds en bedrijfsdiversificatie en schuldgraad anderzijds

Familiale eigendom	N	Bedrijfs-grootte	Bedrijfs-diversificatie1	Bedrijfs-Diversificatie 1- gem. niet-familiebedrijf	Schuldgraad1	Schuldgraad1- gem. niet-familiebedrijf
< 10%	140	19,85458	2,62	,0214	,20873	,0023
10%<x<20%	11	19,82787	2,18	-,4182	,16733	-,0391
20%<x<30%	12	19,72595	2,58	-,0167	,19404	-,0124
30%<x<40%	13	19,31669	2,31	-,2923	,23353	,0271
>40%	68	18,82066	2,00	-,6000	,16323	-,0432
Totaal	244	19,53382	2,41	-,1902	,19500	-,0114

We ronden deze univariate analyse af met een overzicht van de sectoren waarin de beursgenoteerde Belgische en Nederlandse familie- en niet-familiebedrijven actief zijn (tabel 11). We kunnen uit deze tabel afleiden dat de familie- en niet-familiebedrijven gelijkaardig verdeeld zijn over de verschillende sectoren.

Tabel 11: Verdeling van familiebedrijven over de sectoren

SIC code	Industrie	Aantal familie-bedrijven	Aantal niet-familie-bedrijven
1	Bouw	1	8
2	Productie	40	48
3	Transport, Communicatie, Elektriciteit, Gas en sanitaire diensten	4	11
4	Groothandel	4	8
5	Kleinhandel	3	4
6	Financiën, Verzekeringen en Onroerend Goed	34	43
7	Diensten	9	27
	Totaal	95	149

6.3. Multivariate testen

6.3.1. Bedrijfsdiversificatie

Anderson & Reeb (2003b) beweren dat aandeelhouders van familiebedrijven door hun ongediversifieerde portefeuilles, het risico van het bedrijf wensen te minimaliseren. Een eerste mogelijkheid om het risico te reduceren is door bedrijfsdiversificatie, reeds besproken in paragraaf 5.1. In een allereerste regressie bestuderen we of familiebedrijven meer geneigd zijn tot bedrijfsdiversificatie dan niet-familiebedrijven. Hiervoor wordt de volgende regressie gebruikt:

Bedrijfsdiversificatie = $a_0 + a_1$ (Familiebedrijf) + a_2 (Externe Blokhouders) + a_3 (Onafhankelijkheid van de raad) + a_4 (Schuldgraad) + a_5 (Bedrijfsgrootte) + a_6 (Onderzoeks- en Ontwikkelingskosten) + a_7 (Winstgevendheid) + a_8 (Risico) + a_9 (Leeftijd van het bedrijf) + a_{10} (Liquide middelen en geldbeleggingen) + Sectordummy's + u

De relatie tussen bedrijfsdiversificatie en familiebedrijven wordt getest met zowel een logit-regressie (regressie 1-3) als een OLS- regressie (regressie 4-6). De belangrijkste waarde in deze regressie is de coëfficiënt van de variabele familiebedrijf. Deze coëfficiënt heeft in beide regressies een licht andere betekenis. In de logit-regressie meten we de kans op bedrijfsdiversificatie in familiebedrijven en bij OLS meten we het verschil in bedrijfsdiversificatie tussen familie- en niet-familiebedrijven.

Vooraleer we de resultaten bespreken van deze regressies, bepalen we intuïtief welk teken we verwachten voor de coëfficiënt van bepaalde variabelen. We verwachten een negatieve coëfficiënt bij de variabelen externe blokhouders en onafhankelijkheid van de raad. Immers wanneer het belang van de externe aandeelhouders en de onafhankelijkheid van de raad groter wordt, wensen deze partijen meer risico door minder bedrijfsdiversificatie om zo de aandeelhouderswaarde te vergroten. Bovendien verwachten we dat grotere bedrijven meer geneigd zijn tot bedrijfsdiversificatie. Zij hebben immers meer uitbreidingsmogelijkheden en durven meer risico nemen dan kleinere bedrijven. Tenslotte verwachten we dat het risico daalt wanneer de bedrijven aan meer bedrijfsdiversificatie doen, zie paragraaf 5.3.

Wanneer we de resultaten van deze regressie (tabel 12) bestuderen merken we onmiddellijk op dat een aantal van bovenstaande veronderstellingen niet opgaan. Zo zien we dat de relatie tussen de externe blokhouders en bedrijfsdiversificatie omgekeerd is aan hetgeen we verwacht hadden. De coëfficiënten van de variabelen onafhankelijkheid van de raad en bedrijfsgrootte hebben een tegengesteld teken dan het teken dat we verwachten, maar deze zijn niet significant. Het teken bij de variabele risico heeft wel het verwachte teken maar is ook niet-significant in regressie 4 en 6.

De coëfficiënt van de variabele familiebedrijf is niet-significant. Er bestaat dus geen verschil in bedrijfsdiversificatie tussen familie- en niet-familiebedrijven. Dit betekent dat, indien familiebedrijven minder risico zouden nemen dan niet-familiebedrijven (deze relatie wordt later getest), ze dit niet verwezenlijken door bedrijfsdiversificatie. **Hypothese 5, de relatie**

tussen familiale eigendom en bedrijfsdiversificatie is positief lineair, wordt dus niet bevestigd.

In regressie 2 en 5 meten we de invloed van een familielid als CEO op de bedrijfsdiversificatie. Deze invloed is niet-significant. Om na te gaan of de relatie tussen bedrijfsdiversificatie en familiebedrijven bepaald wordt door familiale bestuur of familiale eigendom wordt er een derde regressie geschat (regressie 3 en 6) waarin de variabelen familiale bestuur in verhouding met familiale eigendom wordt opgenomen. Deze variabele is echter niet-significant, waaruit we besluiten dat zowel familiale eigendom als familiale bestuur geen invloed heeft op de beslissing tot diversificatie.

Familiebedrijven en niet-familiebedrijven hebben dus een gelijkaardig niveau van bedrijfsdiversificatie. In de volgende paragraaf gaan we na of beiden ook een zelfde hoeveelheid schulden aanhouden.

Tabel 12: Regressie resultaten van bedrijfsdiversificatie

	Bedrijfsdiversificatie: binaire variabele						Bedrijfsdiversificatie: ln(bedrijfsdiv.1)					
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6
Constante	0,891	1,104	1,474	1,290	0,750	1,334	0,023**	0,023**	0,023**	0,023**	0,066*	0,014**
Familiebedrijf	0,378	-	-	0,018	-	-	0,879	0,879	-	-	-	-
CEO Stichter	-	0,110	-	-	0,024	-	-	-	0,024	0,867	-	-
CEO opvolger	-	0,282	-	-	0,062	-	-	-	0,062	0,628	-	-
CEO buitenstaander	-	0,121	-	-	0,029	-	-	-	0,029	0,756	-	-
Familiale Bestuur i.v.m eigendom	-	-	-0,047	-	0,876	-	-	-	-	-	-0,033	0,741
Externe Blokhouders	0,021	0,019	0,343	0,005	0,004	0,005	0,031**	0,031**	0,004	0,009**	0,005	0,022**
Onafhankelijkheid van de raad	0,561	0,386	0,469	0,183	0,087	0,155	0,301	0,301	0,087	0,501	0,155	0,379
Schuldgraad1	0,715	0,728	0,726	0,149	0,167	0,143	0,535	0,535	0,167	0,348	0,143	0,550
Bedrijfs grootte	-0,085	-0,100	-0,101	-0,030	-0,23	-0,031	0,215	0,215	-0,23	0,202	-0,031	0,191
Onderzoek- en ontwikkelingskosten	0,209	0,213	0,210	0,024	0,020	0,023	0,462	0,462	0,020	0,397	0,023	0,479
Winstgevendheid (ROA)	-0,956	-0,898	-0,782	-0,171	-0,205	-0,164	0,559	0,559	-0,205	0,346	-0,164	0,569
Risico1	-0,003	-0,003	-0,003	-0,002	-0,001	-0,002	0,165	0,165	-0,001	0,514	-0,002	0,157
Bedrijfsleeftijd (ln)	-0,063	0,001	-0,043	-0,006	0,000	-0,004	0,882	0,882	0,000	0,362	-0,004	0,924
Liquide middelen en geldbeleggingen	0,802	0,804	0,665	0,182	0,194	0,180	0,464	0,464	0,194	0,288	0,180	0,464
R ²	0,097	0,097	0,091	0,083	0,071	0,083	0,083	0,083	0,071	0,083	0,083	0,083

Noot: Regressies 1, 2 en 3 zijn logit-regressies, de afhankelijke variabele bedrijfsdiversificatie is een binaire variabele die de waarde 1 aanneemt wanneer het bedrijf actief is in meer dan één sector. Regressies 4, 5 en 6 zijn OLS-regressies, de afhankelijke variabele bedrijfsdiversificatie is het natuurlijke logaritme van het aantal sectoren waarin het bedrijf actief is. In regressie 1 en 4 wordt de invloed gemeten van een familiebedrijf (familie >20% aandelen) op de bedrijfsdiversificatie. In regressie 2 en 5 wordt de invloed van de CEO gemeten (als stichter, opvolger of buitenstaander) op de bedrijfsdiversificatiebeslissing. Ten slotte wordt in regressie 3 en 6 gemeten wat de invloed is van familie bestuur in vergelijking met familie eigenendom op de bedrijfsdiversificatie. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

6.3.2. Schuldgraad

We bespraken in paragraaf 5.1. reeds de verschillende uiteenlopende visies van onderzoekers over de relatie tussen familiale eigendom en de schuldgraad. In deze paragraaf gaan we na aan welke visie onze regressie voldoet. We maken opnieuw gebruik van zowel een OLS-regressie als een logit-regressie. De onafhankelijke variabele in de eerste soort regressie is schuldgraad 1. In de logit-regressie maken we gebruik van een binaire variabele voor de schuldgraad die de waarde één krijgt wanneer het bedrijf een schuldgraad heeft van meer dan 5% en in alle andere gevallen de waarde nul. Een bedrijf dat immers slechts voor 5% of minder gebruik maakt van schulden kan beschouwd worden als een bedrijf dat bijna volledig gefinancierd is met eigen vermogen. Een bedrijf dat voor meer dan 5% beroep doet op schulden is een bedrijf met een duidelijk gemengde financieringstructuur. De resultaten van deze regressie zijn terug te vinden in tabel 13.

In deze paragraaf worden bovendien enkele van de hypothesen, opgesteld in hoofdstuk 5, getest. De eerste hypothese die getest wordt is **hypothese 1, familiale eigendom heeft een positief effect op de schuldgraad**. We merken op dat de coëfficiënt van de variabele familiebedrijf (in regressie 1 en 4) niet-significant is. Hieruit besluiten we dat familie- en niet-familiebedrijven een gelijkaardige schuldgraad hebben. De eerste hypothese wordt dus niet aanvaard.

Vervolgens testen we **hypothese 2, wanneer de CEO een stichter is dan heeft dit een positief effect op de schuldgraad**. Deze relatie is in tegenspraak met zowel regressie 2 als regressie 5, die wijzen op een niet-significante relatie tussen de CEO als stichter en de schuldgraad. Deze hypothese wordt dus ook niet aanvaard. **Hypothese 3, wanneer de CEO een opvolger is dan heeft dit een negatief effect op de schuldgraad**, is de volgende hypothese die getest wordt. Deze hypothese wordt niet bevestigd door zowel regressie 2 en 5. Tenslotte testen we **hypothese 4, blokhouders hebben geen invloed op de schuldgraad**. Deze hypothese wordt door alle regressies bevestigd.

Tabel 13: Regressie resultaten van de schuldgraad

	Schuldgraad1 (Lt-schulden/balanstotaal)						Schuldgraad: binaire variabele					
	1	2	3	4	5	6	4	5	6	5	6	
Constante	-0,459	0,004**	-0,452	0,004**	-0,428	0,005**	-3,509	0,149	-2,510	0,291	-3,980	0,091*
Familiebedrijf	0,009	0,795	-	-	-	-	-0,173	0,685	-	-	-	-
CEO Stichter	-	-0,031	-	0,581	-	-	-	-	-1,091	0,106	-	-
CEO opvolger	-	-0,041	-	0,408	-	-	-	-	-0,720	0,246	-	-
CEO buitenstaander	-	0,031	-	0,383	-	-	-	-	0,162	730	-	-
Familiale Bestuur i.v.m eigendom	-	-	-0,030	-	0,281	-	-	-	-	-	0,352	0,346
Externe Blokhouders	0,000	0,586	-0,001	0,432	-0,001	0,367	-0,004	0,664	-0,006	0,464	-0,001	0,933
Onafhankelijkheid van de raad	0,054	0,281	0,032	0,356	0,032	0,521	0,767	0,228	0,671	0,305	1,027	0,109
Bedrijfsdiversificatie	0,025	0,347	0,025	0,348	0,025	0,344	0,203	0,551	0,194	0,574	0,198	0,562
Bedrijfsomvang	0,032	0,000**	0,031	0,000**	0,031	0,000**	0,241	0,010**	0,238	0,012**	0,254	0,006**
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	-0,012	0,190	-0,013	0,172	-0,013	0,167	-0,247	0,256	-0,243	0,275	-0,237	0,265
Winstgevendheid (ROA)	-0,382	0,000	-0,377	0,000**	-0,377	0,000**	-4,023	0,004**	-3,938	0,006**	-4,152	0,003**
Risico 1	0,000	0,266	0,000	0,321	-0,000	0,243	-0,001	0,789	-0,001	0,812	-0,001	0,844
Bedrijfsleeftijd (ln)	-0,002	0,852	-3,60.10 ⁻⁵	0,666	-0,001	0,967	0,288	0,079*	0,004	0,284	0,264	0,102
Liquide middelen en geldbeleggingen	0,010	0,887	0,008	0,912	0,010	0,883	-0,895	0,298	-0,990	0,253	-0,900	0,289
F ²	0,232	0,242	0,235	0,235	0,235	0,235	0,207	0,207	0,315	0,209	0,209	0,209

Noot: Regressie 1, 2 en 3 zijn OLS-regressies, de afhankelijke variabele schuldgraad is berekend door het totaal aantal lange termijn schulden te delen door het balanstotaal (schuldgraad 1). Regressie 4, 5 en 6 zijn logit-regressies, de afhankelijke variabele schuldgraad neemt de waarde één aan wanneer het bedrijf bestaat uit meer dan 5% lange termijn schulden. In regressie 1 en 4 wordt de invloed van een familiebedrijf (familie >20% aandelen) gemeten op de schuldgraad. In regressie 2 en 5 wordt de invloed van de CEO (als stichter, opvolger of buitenstaander) gemeten op de schuldgraad. Tenslotte wordt in regressie 3 en 6 gemeten wat de invloed is van familiale bestuur in vergelijking met familiale eigendom op de schuldgraad. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

Familiebedrijven en niet-familiebedrijven hebben een gelijkaardige schuldgraad. De CEO heeft bovendien geen invloed op de schuldgraad. Externe blokhouders beïnvloeden de schuldgraad ook niet. Echter, zoals in paragraaf 5.1 reeds aangehaald, vermoeden we dat de relatie tussen familiale eigendom en de schuldgraad curvilineair is. Dit wordt in de volgende paragraaf getest. Bovendien gaan we ook na of de relatie tussen bedrijfsdiversificatie en familiale eigendom curvilineair is.

6.3.3. Curvilineaire relaties

Anderson, Mansi & Reeb (2003) bekomen in hun empirische studie naar de relatie van familiale eigendom op de schuldgraad een curvilineaire relatie (zie paragraaf 5.1). Omdat de bovenstaande regressies beide geen significante resultaten opleverden, gaan we na of er misschien in onze studie ook sprake is van curvilineaire relaties. Hiervoor introduceren we in onze eerder uitgevoerde regressies naast de variabele familiale eigendom ook nog de variabele familiale eigendom in het kwadraat, de resultaten vindt men terug in tabel 14.

De coëfficiënten van familiale eigendom en familiale eigendom in het kwadraat zijn echter niet-significant. Hierdoor mogen we besluiten dat er geen curvilineaire relatie bestaat tussen familiale eigendom en de schuldgraad en ook niet tussen bedrijfsdiversificatie en familiale eigendom. Het invoegen van de verschillende types CEO's levert ook geen significante resultaten op.

Tabel 14: Curvilineaire relaties tussen familiale eigendom enerzijds en diversificatie en schuldgraad anderzijds

	Bedrijfsdiversificatie: ln(bedrijfsdiv.1)				Schuldgraad 1 (LT-schulden/balanstotaal)			
	1		2		3		4	
Constante	-1,392	<i>0,017**</i>	1,456	<i>0,013**</i>	-0,476	<i>0,004**</i>	-0,470	<i>0,004**</i>
Familiale Eigendom	0,002	<i>0,708</i>	0,006	<i>0,567</i>	-0,000	<i>0,922</i>	0,000	<i>0,942</i>
(Familiale Eigendom)²	-4,41*10⁻⁵	<i>0,597</i>	-8,22*10⁻⁵	<i>0,442</i>	6,84*10⁻⁶	<i>0,772</i>	4,96*10⁻⁶	<i>0,870</i>
CEO stichter	-	-	-0,169	<i>0,547</i>	-	-	-0,048	<i>0,541</i>
CEO opvolger	-	-	0,056	<i>0,850</i>	-	-	-0,066	<i>0,432</i>
CEO buitenstaander	-	-	-0,114	<i>0,658</i>	-	-	0,010	<i>0,890</i>
Externe Blokhouders	0,005	<i>0,056*</i>	0,005	<i>0,050**</i>	0,000	<i>0,664</i>	0,000	<i>0,543</i>
Onafhankelijkheid van de raad	0,181	<i>0,314</i>	0,197	<i>0,276</i>	0,053	<i>0,299</i>	0,047	<i>0,354</i>
Schuldgraad 1	0,154	<i>0,521</i>	0,170	<i>0,482</i>	-	-	-	-
Bedrijfsdiversificatie	-	-	-	-	0,025	<i>0,333</i>	0,026	<i>0,328</i>
Bedrijfs grootte	-0,035	<i>0,167</i>	-0,038	<i>0,137</i>	0,033	<i>0,000**</i>	0,033	<i>0,000**</i>
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	0,024	<i>0,470</i>	0,024	<i>0,458</i>	-0,012	<i>0,192*</i>	-0,012	<i>0,185</i>
Winstgevendheid (ROA)	-0,136	<i>0,648</i>	-0,104	<i>0,730</i>	-0,388	<i>0,000**</i>	-0,383	<i>0,000**</i>
Risico1	-0,002	<i>0,164</i>	-0,002	<i>0,137</i>	-0,000	<i>0,269</i>	0,000	<i>0,329</i>
Bedrijfsleeftijd (ln)	-0,003	<i>0,944</i>	-0,009	<i>0,841</i>	-0,003	<i>0,825</i>	-0,003	<i>0,829</i>
Liquide middelen en geldbeleggingen	0,169	<i>0,496</i>	0,185	<i>0,457</i>	0,011	<i>0,876</i>	0,006	<i>0,929</i>
R ²	0,085		0,090		0,232		0,243	

Noot: Regressie 1 en 2 zijn afgeleid van de OLS-regressies 4 en 5 uit tabel 12 en regressie 3 en 4 zijn afgeleid van de OLS –regressies 1 en 2 uit tabel 13. De variabelen familiale eigendom (percentage aandelenbezit gehouden door de familie(s)) en (familiale eigendom)² werden opgenomen om te testen op curvilineaire relaties . In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

6.3.4. Waarde

In deze paragraaf bekijken we de invloed van familiale eigendom, bedrijfsdiversificatie en schuldgraad op de waarde van de onderneming. We vermoeden dat gediversifieerde bedrijven een lagere waarde hebben. Een bedrijf dat zich bezighoudt met één activiteit waar het zich in kan verdiepen en specialiseren, levert immers meer waarde op dan een bedrijf dat verschillende uiteenlopende activiteiten uitoefent. We introduceren 3 binaire variabelen

om deze relaties na te gaan. De variabele niet-gediversifieerd familiebedrijf heeft de waarde één wanneer het een familiebedrijf is en actief is in slechts één activiteit. Op gelijkaardige wijze bepalen we ook de variabelen gediversifieerd familiebedrijf en gediversifieerd niet-familiebedrijf. De variabele niet-gediversifieerd niet-familiebedrijf nemen we niet op in de regressie omdat dit zou zorgen voor een dummyval. De invloed van de schuldgraad op de waarde in familiebedrijven wordt gemeten via een interactievariabele tussen de variabelen familiebedrijf en schuldgraad. De resultaten worden weergegeven in tabel 15. Ook hier merken we op dat familie- en niet-familiebedrijven een zelfde waarde opleveren, zowel in regressie 1 en 3 als in de regressies met de nieuwe variabelen.

Familiebedrijven hebben een gelijkaardig niveau van bedrijfsdiversificatie, een gelijkaardige schuldgraad en een gelijkaardige waarde. In de volgende paragraaf gaan we na of beide bedrijven ook een zelfde hoeveelheid risico nemen. We willen hier toch al benadrukken dat men bij de interpretatie van deze tabellen rekening dient te houden met de robuustheid van deze studie, die uitvoerig besproken wordt in paragraaf 6.4.

Tabel 15: Regressie resultaten van de waarde

	Waarde 1 (EV)				Waarde 2 (EVA)			
	1		2		3		4	
Constante	16,865	<i>0,002**</i>	10,452	<i>0,025**</i>	-69878626	<i>0,020**</i>	-65185800	<i>0,011**</i>
Familiebedrijf	-1,026	<i>0,373</i>	-	-	-306173,6	<i>0,962</i>	-	-
Niet-gediversifieerd familiebedrijf	-	-	-0,802	<i>0,624</i>	-	-	-446021	<i>0,960</i>
Gediversifieerd Familiebedrijf	-	-	-1,783	<i>0,281</i>	-	-	2165975,2	<i>0,807</i>
Gediversifieerd niet-familiebedrijf	-	-	-0,588	<i>0,610</i>	-	-	-10343754	<i>0,101</i>
Bedrijfsdiversificatie2	-0,866	<i>0,346</i>	-	-	-4988439	<i>0,332</i>	-	-
Schuldgraad1	4,446	<i>0,063*</i>	0,795	<i>0,765</i>	20229791	<i>0,133</i>	31195241	<i>0,034**</i>
Familiebedrijf * schuldgraad1	-	-	3,233	<i>0,487</i>	-	-	-36215581	<i>0,153</i>
Externe Blokhouders	-0,027	<i>0,248</i>	-0,018	<i>0,398</i>	-11386,562	<i>0,930</i>	-5115,346	<i>0,966</i>
Onafhankelijkheid van de raad	1,808	<i>0,305</i>	2,207	<i>0,242</i>	4332965,4	<i>0,658</i>	3610955,5	<i>0,701</i>
Bedrijfs grootte	-0,834	<i>0,001**</i>	-0,626	<i>0,007**</i>	3268561,6	<i>0,015**</i>	3181444,1	<i>0,011**</i>
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	0,527	<i>0,102</i>	0,356	<i>0,268</i>	557546,97	<i>0,754</i>	869881,78	<i>0,614</i>
Winstgevendheid (ROA)	11,2016	<i>0,000**</i>	4,545	<i>0,035**</i>	2911344	<i>0,855</i>	6950991,3	<i>0,548</i>
Risico1	-0,003	<i>0,796</i>	-0,003	<i>0,808</i>	-6330,265	<i>0,932</i>	-3080,472	<i>0,966</i>
Bedrijfsleeftijd (ln)	0,036	<i>0,934</i>	0,141	<i>0,738</i>	-347629,5	<i>0,886</i>	-489544,6	<i>0,832</i>
R ²	0,130		0,088		0,081		0,093	

Noot: In regressie 1 en 2 is de afhankelijke variabele gemeten op basis van de excess value (EV) en in regressie 3 en 4 op basis van de economic value added (EVA). De formules zijn terug te vinden in paragraaf 6.1.2.1 . In regressie 1 en 3 wordt de invloed van een familiebedrijf (familie > 20% aandelen) gemeten op de waarde van het bedrijf. In regressie 2 en 4 meten we de invloed van (niet-)gediversifieerde (familie)bedrijven op de waarde van het bedrijf. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

6.3.5. Risico

Tabel 16: Regressie resultaten van risico

	Risico 1 (st.dev aandelenkoers)				Risico 2 (Bètacoëfficiënt)			
	1		2		3		4	
Constante	12,574	<i>0,657</i>	15,598	<i>0,582</i>	-10,460	<i>0,000**</i>	-10,471	<i>0,000**</i>
Familiebedrijf	-6,743	<i>0,250</i>	-	-	-0,001	<i>0,996</i>	-	-
CEO stichter	-	-	-11,046	<i>0,263</i>	-	-	-0,120	<i>0,771</i>
CEO opvolger	-	-	1,271	<i>0,885</i>	-	-	-0,194	<i>0,599</i>
CEO buitenstaander	-	-	-9,730	<i>0,124</i>	-	-	0,130	<i>0,629</i>
Externe Blokhouders	0,072	<i>0,536</i>	0,087	<i>0,452</i>	-0,002	<i>0,672</i>	-0,003	<i>0,612</i>
Onafhankelijkheid van de raad	-23,187	<i>0,008**</i>	-22,312	<i>0,011**</i>	-0,368	<i>0,322</i>	-0,377	<i>0,313</i>
Schuldgraad1	-13,292	<i>0,266</i>	-11,980	<i>0,319</i>	-1,444	<i>0,005**</i>	-1,502	<i>0,004</i>
Bedrijfsdiversificatie2	-2,752	<i>0,552</i>	-3,062	<i>0,507</i>	-0,070	<i>0,721</i>	-0,070	<i>0,723</i>
Bedrijfs grootte	0,783	<i>0,522</i>	0,647	<i>0,596</i>	0,557	<i>0,000**</i>	0,559	<i>0,000**</i>
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	-0,458	<i>0,778</i>	-0,396	<i>0,808</i>	0,020	<i>0,771</i>	0,019	<i>0,782</i>
Winstgevendheid (ROA)	2,448	<i>0,867</i>	4,150	<i>0,778</i>	-0,164	<i>0,790</i>	-0,169	<i>0,784</i>
Bedrijfsleeftijd (ln)	-0,473	<i>0,827</i>	-0,876	<i>0,691</i>	-0,047	<i>0,607</i>	-0,048	<i>0,612</i>
Liquide middelen en geldbeleggingen	6,227	<i>0,616</i>	7,654	<i>0,536</i>	0,362	<i>0,491</i>	0,350	<i>0,505</i>
R ²	0,102		0,112		0,416		0,418	

Noot: De afhankelijke variabele risico, werd in regressies 1 en 2 bepaald door de standaardafwijking van de aandelenkoers van de laatste 12 maanden. In regressies 3 en 4 werd de afhankelijke variabele risico bepaald door de bèta-coëfficiënt van de verschillende bedrijven. In regressie 1 en 3 meten we de invloed van een familiebedrijf (familie > 20% aandelen) op het risico. In regressie 2 en 4 meten we de invloed van de CEO (als stichter, opvolger of buitenstaander) op het risiconiveau van het bedrijf. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

In paragraaf 5.3 bespraken we reeds de verschillende uiteenlopende resultaten en beweringen van verscheidene onderzoekers over het risico. **Hypothese 6, familiebedrijven hebben een lager risico dan niet-familiebedrijven**, wordt hier getest. Regressie 1 en 3 wijzen echter op een niet-significante relatie. Familiebedrijven hebben dus ook een gelijkaardig risico. Als we de invloed van de CEO nagaan, merken we dat de coëfficiënten voor de variabelen met betrekking tot de CEO ook niet-significant zijn.

Familiebedrijven hebben dus een gelijkaardig niveau van bedrijfsdiversificatie, schuldgraad, waarde en risico. Familiebedrijven en niet-familiebedrijven lijken dus op deze vier variabelen niet van elkaar te verschillen. We mogen echter de robuustheid van deze studie niet uit het oog verliezen. Deze robuustheid wordt uitvoerig besproken in de volgende paragraaf.

6.4. Robuustheid van de verschillende testen

De resultaten van deze studie verschillen met de resultaten van de VS beschreven in het artikel van Anderson & Reeb (2003b). In deze sectie gaan we na waaraan deze verschillen te wijten kunnen zijn. We gaan na of onze studie consistente resultaten heeft opgeleverd door onder andere alternatieve metingen voor de verschillende variabelen te gebruiken en te bestuderen. Vervolgens bespreken we het simultaneiteitsprobleem waar onze regressie onder lijdt. Daarna bestuderen we de invloed van een andere definitie voor familiebedrijf op de regressieresultaten. Zoals reeds eerder aangehaald verschilt de corporate governance code in België en Nederland, in deze sectie gaan we na of dit een invloed kan hebben op deze studie. We ronden tenslotte af met nog enkele andere belangrijke beschouwingen over de robuustheid van deze empirie.

6.4.1. Alternatieve Metingen

Om de consistentie van onze resultaten na te gaan, werden enkele hoofdvariabelen op een alternatieve manier berekend. Dit werd reeds in voorgaande tabellen gedaan. In deze paragraaf bespreken we vooreerst of we in de voorgaande tabellen steeds gelijkaardige resultaten bekwamen voor de verschillende metingen. Vervolgens gaan we enkele variabelen op een bijkomende alternatieve manier meten en deze resultaten bespreken. We beperken deze vergelijking tot de belangrijkste variabelen. Het vergelijken van de waarde voor iedere controlevariabele zou immers te ver leiden.

In tabel 12 werd de variabele bedrijfsdiversificatie eerst via een binaire variabele en vervolgens door een lineaire variabele gemeten. De resultaten van beide metingen zijn gelijkaardig en dus consistent. De resultaten van de schuldgraad, in tabel 13, zijn echter erg verschillend. De tekens voor de variabelen familiebedrijf en familiale bestuur in verhouding met eigendom verschillen. Bovendien is de constante variabele in regressie 1, 2, 3 en 6 significant maar niet in regressie 4 en 5. Deze resultaten zijn dus niet consistent.

De resultaten van tabel 15 zijn licht verschillend voor regressie 2 en 4, zowel het teken van de variabele gediversifieerd familiebedrijf en de interactievariabele familiebedrijf * schuldgraad zijn verschillend. Echter de regressies 1 en 3 vertonen gelijkaardige resultaten, bovendien werd minder aandacht besteed aan de regressies 2 en 4. Om deze redenen beschouwen we de resultaten van deze tabel toch als consistent. Tenslotte werd in tabel 16 het risico op twee verschillende manieren gemeten. Ook hier merken we licht verschillende resultaten op. Zo is het teken van de waarde CEO als opvolger en CEO als buitenstaander verschillend in regressie 2 en 4. Omdat de resultaten van regressie 1 en 3 toch gelijkaardig zijn en omwille van het mindere belang van regressie 2 en 4, beschouwen we deze toch als consistent.

We besluiten hieruit dat enkel de waarden van de schuldgraad niet consistent zijn. Om dit te bevestigen/ontkrachten meten we deze variabele op 3 alternatieve manieren: lange termijn schulden gedeeld door de marktwaarde, de totale schulden gedeeld door het balanstotaal en de totale schulden gedeeld door de marktwaarde. De resultaten hiervan zijn terug te vinden in tabel 17, regressie 3, 4 en 5. In deze regressies merken we opnieuw grote verschillen op. Het teken van de variabele familiebedrijf verschilt. Bovendien is deze variabele in regressie 4 significant en in regressie 3 en 5 niet-significant. Onze eerder gemaakte conclusie over de inconsistentie van de variabele schuldgraad wordt dus bevestigd.

Tabel 17: Alternatieve metingen van de hoofdvariabelen

	Bedrijfsdiversificatie1 (ln)		LT-schulden/ Balanstotaal		LT-schulden/ Marktwaarde		KT- + LT- schulden/ Balanstotaal		KT- + LT- schulden/ Marktwaarde	
	1	2	2	3	3	4	4	5	5	
Constante	1,271	-0,433	0,006**	-40,591	0,787	0,369	0,132	-39,890	0,821	
Familiebedrijf	-	-	-	-9,161	0,773	0,107	0,039**	-10,616	0,776	
Familiale Eigendom 3 (ln)	0,002	0,000	0,939	-	-	-	-	-	-	
Externe Blokhouders	0,005	-0,001	0,422	0,272	0,666	0,000	0,704	0,332	0,655	
Onafhankelijkheid van de raad	0,194	0,054	0,278	29,282	0,540	0,199	0,011**	34,827	0,535	
Schuldgraad1	0,149	-	-	-	-	-	-	-	-	
Bedrijfsdiversificatie 2	-	0,026	0,321	-24,303	0,331	0,071	0,083*	-28,085	0,339	
Bedrijfs grootte	-0,30	0,031	0,000**	5,198	0,408	0,018	0,077*	6,197	0,402	
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	0,024	-0,013	0,174	3,792	0,666	-0,029	0,043**	4,430	0,668	
Winstgevendheid (ROA)	-0,181	-0,376	0,000**	38,388	0,610	-0,493	0,000**	44,353	0,616	
Risico1	-0,002	0,000	0,264	-0,053	0,885	0,000	0,517	-0,062	0,885	
Bedrijfsleeftijd (ln)	-0,007	-0,001	0,925	-18,298	0,120	0,003	0,858	-21,261	0,124	
Liquide middelen en geldbeleggingen	0,184	-0,003	0,964	-38,350	0,568	0,224	0,041**	-46,381	0,557	
R ²	0,083	0,230		0,036		0,238		0,036		

Noot: In deze tabel vindt u alternatieve metingen voor de afhankelijke variabelen schuldgraad en de onafhankelijke variabele familiale eigendom. De afhankelijke variabele schuldgraad wordt op 3 verschillende manieren gemeten in regressie 3-5. De afhankelijke variabele familiale eigendom wordt in regressie 1 en 2 gemeten door het natuurlijke logaritme van het percentage familiale eigendom. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

Vervolgens wordt de variabele familiale eigendom op een alternatieve manier gemeten, namelijk het natuurlijke logaritme van de familiale eigendom uitgedrukt in euro. Voor de regressie naar bedrijfsdiversificatie vinden we voor de variabele familiale eigendom een gelijkaardige positieve niet-significante waarde. De regressie naar de schuldgraad is moeilijk vergelijkbaar daar deze resultaten al niet consistent zijn in tabel 13. Hieruit besluiten we dat ook de waarde familiale eigendom consistent is.

6.4.2. Simultaniteitsprobleem

Anderson & Reeb (2003b) vragen zich terecht af of familiale eigendom leidt tot minder bedrijfsdiversificatie en betere prestaties of is het eerder dat mindere bedrijfsdiversificatie en betere prestaties families aanzetten tot grotere eigendom in het bedrijf. Deze laatste veronderstelling zou impliceren dat families eerder naar meer risico zoeken gelijkaardig met de andere aandeelhouders. Zo bepaalden Anderson & Reeb (2003b) de volgende twee vergelijkingen.

$$\text{Familiale eigendom2} = a_0 + a_1 \text{ Bedrijfs grootte} + a_2 \text{ Bedrijfs grootte}^2 + a_3 \text{ Risico1}$$

$$\text{Bedrijfsdiversificatie} = b_1 + b_2 \text{ Familiale Eigendom2} + b_3 \text{ Externe Blokhouders} + b_4 \text{ Onafhankelijkheid van de raad} + b_5 \text{ Bedrijfs grootte} + b_6 \text{ Onderzoeks- en Ontwikkelingskosten} + b_7 \text{ Winstgevendheid} + b_8 \text{ Risico1} + b_9 \text{ Bedrijfsleeftijd}$$

In de eerste vergelijking is familiale eigendom een endogene variabele en in de tweede een exogene variabele. Het simultaniteitsprobleem duikt hier op. Dit probleem ontstaat wanneer bepaalde exogene variabelen in het ene model eigenlijk endogene variabelen zijn. Hierdoor zijn deze variabelen sterk gecorreleerd met de storingsterm. Dit leidt tot vertekende coëfficiënten. Het probleem kan men verhelpen door het toepassen van twee-fase OLS regressies. In een eerste stap bepaalt men een regressie met familiale eigendom als afhankelijke variabele, en alle andere exogene variabelen als onafhankelijke. De geschatte waarden voor familiale eigendom worden dan gebruikt als instrumentele variabelen, proxy,

voor de exogene variabele familiale eigendom in de tweede regressie. (Gujarati, 2003) Op basis van deze geschatte waarden kan de tweede regressie bepaald worden. In SPSS kunnen beide stappen gelijktijdig uitgevoerd worden. De 2-fase regressie wordt zowel bepaald voor bedrijfsdiversificatie, schuldgraad en waarde. De resultaten van deze regressies zijn terug te vinden in tabel 18. De resultaten voor schuldgraad en waarde zijn gelijkaardig aan deze op basis van 1-fase OLS. Echter, voor bedrijfsdiversificatie merken we op dat de coëfficiënt van de instrumentele variabele significant is, wat dus betekent dat familiebedrijven minder aan bedrijfsdiversificatie doen, dan niet-familiebedrijven. Dit resultaat is gelijkaardig aan dat van Anderson & Reeb (2003b). Het is echter in tegenspraak met het resultaat dat familiebedrijven ongeveer evenveel risico nemen dan niet-familiebedrijven. (zie paragraaf 6.3.5)

Tabel 18: 2-fase OLS regressies voor diversificatie, schuldgraad en waarde enerzijds en familiale eigendom anderzijds

	Bedrijfsdiversificatie 2		Schuldgraad 1 (LT-schulden/ Balanstotaal)		Waarde 1(EV)	
	1		2		3	
Constante	1,493	<i>0,001**</i>	-0,414	<i>0,007**</i>	6,167	<i>0,232</i>
Instrumentele variabele	-0,007	<i>0,012**</i>	0,001	<i>0,542</i>	0,035	<i>0,358</i>
Onafhankelijkheid van de raad	-0,070	<i>0,643</i>	0,067	<i>0,240*</i>	2,996	<i>0,119</i>
Bedrijfsgrootte	-0,040	<i>0,032**</i>	0,031	<i>0,000**</i>	-0,458	<i>0,054*</i>
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	0,016	<i>0,525</i>	-0,004	<i>0,663</i>	0,398	<i>0,212</i>
Winstgevendheid (ROA)	-0,002	<i>0,992</i>	-0,125	<i>0,076*</i>	3,881	<i>0,102</i>
Risico1	-0,001	<i>0,293</i>	0,000	<i>0,267</i>	-0,001	<i>0,921</i>
Bedrijfsleeftijd (ln)	0,006	<i>0,863</i>	-0,010	<i>0,410</i>	-0,006	<i>0,989</i>
R ²	0,054		0,144		0,078	

Noot: In deze tabel vindt u de resultaten van de 2-fase OLS-regressies naar bedrijfsdiversificatie, schuldgraad en waarde. De instrumentele variabele is de voorspelde waarde van de eerste fase regressie. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

6.4.3. Definitie van een familiebedrijf

Het definiëren van familiebedrijven is geen eenvoudige opdracht, zoals reeds besproken in paragraaf 2.1. In de studie van Anderson & Reeb (2003b), beschouwt men een bedrijf als een familiebedrijf zodra een familie aandelen heeft, hoe groot dit percentage ook is. Dit in tegenstelling tot de definitie die wij gebruiken waarbij een familiebedrijf gedefinieerd werd als een bedrijf met 20% familiale eigendom. Eerder haalden we ook de definitie aan op basis van 50% toegepast door de studenten vennootschapsrecht van het Jan-Ronse instituut.

Tabel 19: Regressie van bedrijfsdiversificatie onder verschillende definities van familiebedrijven

	Bedrijfs- diversificatie 1 (aantal sectoren)					
	1		2		3	
Constate	1,290	<i>0,023**</i>	1,285	<i>0,023**</i>	1,556	<i>0,006**</i>
Familiebedrijf	0,018	<i>0,879</i>	0,021	<i>0,846</i>	-0,192	<i>0,144*</i>
Externe Blokhouders	0,005	<i>0,031**</i>	0,005	<i>0,025**</i>	0,004	<i>0,104</i>
Onafhankelijkheid van de raad	0,183	<i>0,301</i>	0,185	<i>0,293</i>	0,140	<i>0,403</i>
Schuldgraad 1	0,149	<i>0,535</i>	0,149	<i>0,534</i>	0,165	<i>0,490</i>
Bedrijfs grootte	-0,030	<i>0,215</i>	-0,030	<i>0,211</i>	-0,039	<i>0,110</i>
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	0,024	<i>0,462</i>	0,024	<i>0,461</i>	0,023	<i>0,473</i>
Winstgevendheid (ROA)	-0,171	<i>0,559</i>	-0,171	<i>0,557</i>	-0,069	<i>0,815</i>
Risico1	-0,002	<i>0,165</i>	-0,002	0,168	-0,002	<i>0,138</i>
Bedrijfsleeftijd (ln)	-0,006	<i>0,882</i>	-0,006	<i>0,887</i>	-0,002	<i>0,956</i>
Liquide middelen en geldbeleggingen	0,182	<i>0,464</i>	0,180	<i>0,465</i>	0,125	<i>0,613</i>
R ²	0,083		0,083		0,092	

Noot: De variabele familiebedrijf wordt in de verschillende regressies gemeten op basis van een verschillend percentage familiale eigendom. In regressie 1 definieert men een familiebedrijf als een bedrijf waarin de familie(s) meer dan 20% van de aandelen heeft. In regressie 2 definieert men een familiebedrijf als een bedrijf waarin de familie(s) aandelen heeft, hoe klein dit percentage ook is. In regressie 3 bepaalt men tot slot een familiebedrijf als een bedrijf waarin de familie(s) meer dan 50% van de aandelen heeft. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

In deze paragraaf bepalen we of de toepassing van een andere definitie voor de indeling in familiebedrijven een invloed heeft op de regressieresultaten van bedrijfsdiversificatie. We hanteren drie definities die enkel verschillen in het percentage familiale eigendom, namelijk 20% of meer, meer als 0% en 50% of meer. Deze verschillende definities leveren ons respectievelijk 100, 113 en 49 familiebedrijven op. De resultaten van de regressie zijn terug te vinden in tabel 18. De verschillen tussen de eerste en tweede regressie zijn minimaal. Echter, wanneer een familiebedrijf gedefinieerd wordt op basis van een familiale eigendom van 50% of meer, merken we op dat de coëfficiënt bij familiebedrijf significant is op het 25% niveau. Dit wijst erop dat familiebedrijven met een familiale eigendom van 50% of meer, minder aan bedrijfsdiversificatie doen dan de overige bedrijven. Terwijl de twee vorige regressies wijzen op geen verband tussen bedrijfsdiversificatie en het familiebedrijf. Hieruit mag besloten worden dat het hanteren van een andere definitie de regressieresultaten kan beïnvloeden.

6.4.4. Het verschil in corporate governance in België en Nederland

In paragraaf 6.1.2.2 werd reeds aangehaald dat de corporate governance code in België en Nederland erg verschillend is. In België moet de raad van bestuur immers bestaan uit minstens 3 onafhankelijke bestuurders, terwijl in Nederland de raad van commissarissen, met uitzondering van 1 persoon, onafhankelijk moet zijn. De variabele onafhankelijkheid van de raad zal dus erg verschillen tussen België en Nederland. Rekening houdend met deze verschillen hebben we de regressie naar de lineaire variabele bedrijfsdiversificatie opnieuw bepaald, de resultaten hiervan worden getoond in tabel 19.

In regressie 1 vindt men de eerder gevonden resultaten. In regressie 2 werd een dummy ingevoerd voor het land, de waarde één staat voor België en de waarde nul voor Nederland. De resultaten van deze regressie zijn echter gelijkaardig met regressie 1 en de landendummy is niet-significant. Dit doet vermoeden dat het verschil in corporate governance geen invloed heeft op de eerder gevonden resultaten.

Tabel 20: Regressie van bedrijfsdiversificatie rekening houdend met verschil in corporate governance tussen de landen

	Bedrijfsdiversificatie: ln(bedrijfsdiversificatie 1)					
	1		2		3	
Constante	1,290	<i>0,023**</i>	1,271	<i>0,026**</i>	1,219	<i>0,034**</i>
Familiebedrijf	0,018	<i>0,879</i>	0,015	<i>0,898</i>	0,009	<i>0,938</i>
Externe Blokhouders	0,005	<i>0,031**</i>	0,005	<i>0,029**</i>	0,005	<i>0,024**</i>
Onafhankelijkheid van de raad	0,183	<i>0,301</i>	0,240	<i>0,320</i>	-	-
Land	-	-	-0,052	<i>0,729</i>	-	-
Interactiedummy 1	-	-	-	-	0,214	<i>0,239*</i>
Interactiedummy 2	-	-	-	-	0,386	<i>0,212*</i>
Schuldgraad 1	0,149	<i>0,535</i>	-0,162	<i>0,505</i>	0,170	<i>0,482</i>
Bedrijfsgrootte	-0,030	<i>0,215*</i>	-0,031	<i>0,212*</i>	-0,031	<i>0,204*</i>
Onderzoeks- en ontwikkelingskosten	0,024	<i>0,462</i>	0,025	<i>0,445</i>	0,025	<i>0,451</i>
Winstgevendheid (ROA)	-0,171	<i>0,559</i>	-0,162	<i>0,583</i>	-0,153	<i>0,602</i>
Risico1	-0,002	<i>0,165*</i>	-0,002	<i>0,162*</i>	-0,002	<i>0,169*</i>
Bedrijfsleeftijd (ln)	-0,006	<i>0,882</i>	-0,005	<i>0,911</i>	-0,001	<i>0,984</i>
Liquide middelen en geldbeleggingen	0,182	<i>0,464</i>	0,189	<i>0,450</i>	0,192	<i>0,440</i>
R ²	0,083		0,083		0,086	

Noot: In regressie 1 houden we geen rekening met het verschil in corporate governance tussen België en Nederland. In regressie 2 voegen we een landendummy toe die de waarde één aanneemt voor een Belgisch bedrijf en nul voor een Nederlands bedrijf. In regressie 3 voegen we twee interactiedummy's toe, namelijk interactiedummy 1 = land x Onafhankelijkheid Raad en Interactiedummy 2 = (1-land) x Onafhankelijkheid Raad. In de linkse kolom wordt de waarde van de coëfficiënt getoond en in de rechtse kolom de significantie van deze coëfficiënt in cursief (t-test).

** significant op 5% niveau

* significant op 10% niveau

Om deze resultaten te bevestigen/ontkrachten werd een derde regressie uitgevoerd waarin twee interactiedummy's werden opgenomen, namelijk:

Interactiedummy 1 = land * Onafhankelijkheid Raad

Interactiedummy 2 = (1-land) * Onafhankelijkheid Raad

De variabele familiebedrijf blijft niet significant, maar de twee interactiedummy's hebben een t-waarde groter dan één. Dit betekent dat we in onze regressies beter met dit verschil rekening hadden gehouden. Het wil immers niet zeggen dat wanneer dit verschil geen invloed heeft op de regressies van bedrijfsdiversificatie, dat het ook geen invloed zou kunnen hebben op de andere regressies.

6.4.5. Andere Beschouwingen

Een andere beschouwing in de robuustheid van deze studie, is dat er gewerkt wordt met een relatief kleine steekproef. Een kleine steekproef brengt enkel de sterke relaties aan het licht en verbergt impliciet de zwakkere relaties. Het zou dus kunnen dat, indien dezelfde regressie werd uitgevoerd op basis van een grotere steekproef, er wel significante verbanden gevonden kunnen worden.

Bovendien kan het ook zijn dat de situatie in België en Nederland eenvoudigweg verschillend is van deze van de VS. Tenslotte werden de Belgische en Nederlandse bedrijven ingedeeld in familiebedrijven op basis van vermoedens van familiale eigendom. Wanneer vele van deze vermoedens echter onjuist blijken te zijn, kan dit een invloed hebben op de resultaten.

In dit hoofdstuk zijn we met behulp van een empirische test tot de volgende resultaten gekomen. Familiebedrijven en niet-familiebedrijven verschillen niet in het niveau van bedrijfsdiversificatie, schuldgraad, waarde en risico. Echter, wanneer we rekening houden met de robuustheid van deze studie, merken we op dat de resultaten van schuldgraad niet consistent zijn over de verschillende regressies. Bovendien leidt onze regressie onder het simultaneiteitsprobleem. Wanneer we hiermee rekening houden merken we op dat familiebedrijven aan minder bedrijfsdiversificatie doen dan niet-familiebedrijven. Ook merken we op dat we door hantering van een andere definitie voor de variabele 'familiebedrijf' verschillende resultaten bekomen. Familiebedrijven met een familiale eigendom van 50% of meer doen minder aan bedrijfsdiversificatie dan de andere bedrijven.

Hoofdstuk 7: Conclusies

Het doel van deze eindverhandeling bestond uit het onderzoeken welke determinanten een invloed hebben op de schuldgraad van een familiebedrijf en welke de invloed van deze determinanten is. Hiervoor werd zowel een literatuurstudie van voorgaande empirische onderzoeken en theoretische bevindingen uitgevoerd als een empirische studie van alle Belgische en Nederlandse beursgenoteerde bedrijven op eurolist, de gereguleerde markt van euronext. De conclusies van deze studies worden in dit hoofdstuk samengevoegd.

De invloed van een determinant werd bepaald door gebruik te maken van de agency theorie. Deze theorie stelt dat een bedrijf is opgebouwd uit een knooppunt van diverse belangengroepen. Tussen deze belangengroepen kunnen conflicten ontstaan die voorkomen kunnen worden door kosten te maken. Deze kosten worden agency kosten genoemd. De optimale kapitaalstructuur wordt dan bepaald door het minimaliseren van deze agency kosten.

Vooreerst willen we aangeven dat, volgens de traditionele agency modellen, deze agency kosten over het algemeen lager liggen in familiebedrijven. De redenen hiervoor worden gedefinieerd in de literatuur voor een privaat familiebedrijf waarvan er ook familieleden in het management zitten. De eerste reden is dat de doelstellingen van de eigenaars en het management nauw met elkaar verweven zijn, waardoor er minder conflicten ontstaan. Bovendien kent de manager zichzelf minder voordelen toe dan een manager van een niet-familiebedrijf en heeft hij een kleinere neiging tot het verspillen van bedrijfsmiddelen omdat het tenslotte voor een deel ook zijn eigendom is. Tenslotte zijn er minder controlekosten en supervisie nodig. Deze redenen worden enkel aangehaald voor een privaat bedrijf; we vermoeden echter dat ze ook gelden voor een publiek bedrijf.

De traditionele modellen houden echter geen rekening met altruïsme. Altruïsme kan zowel een positieve als een negatieve kant hebben. De negatieve kant, die zorgt voor hogere agency kosten, kan ervoor zorgen dat de totale agency kosten in een familiebedrijf hoger

zijn dan in een niet-familiebedrijf. Of de positieve of de negatieve kant overheerst is afhankelijk van de mate waarin de familiale manager zijn altruïstische impulsen beheerst. Ook vermoeden we dat nepotisme een invloed heeft op de agency kosten. Hier is echter nog maar weinig onderzoek naar gedaan.

Uit de literatuur konden we ook vaststellen dat een wijdverspreide aanvaarde definitie voor ons onderzoeksobject, het familiebedrijf, niet voor handen was. Veel onderzoekers hebben zich voor het hanteren van een definitie gebaseerd op familiebetrokkenheid. Echter de interpretatie van dit begrip verschilt. Dit bemoeilijkte onze empirische studie en zou onze resultaten kunnen vertekenen. In het onderzoek verricht in deze thesis, werd gebruik gemaakt van een definitie die een familiebedrijf definieert als een bedrijf waar 20% van het eigendom in handen van familie(s) is. De invloed van andere definities werd gecontroleerd door hantering van andere percentages. Dit leek inderdaad tot andere resultaten te leiden.

De drie determinanten van de kapitaalstructuur die zowel in de literatuur als in de empirie getest werden zijn familiale eigendom, familiale bestuur en het risico. In de literatuur heerst er heel wat onenigheid over de relatie tussen **familiale eigendom** en de schuldgraad. Sommige onderzoekers beweren dat door het belang aan een goede reputatie en het doel om voort te blijven bestaan, familiale eigendom de schuldgraad doet verlagen. Anderen beweren dan weer dat door het feit dat familiebedrijven minder agency kosten hebben, familiale eigendom de schuldgraad doet verhogen. In de empirie vinden we echter geen verschil in de schuldgraad tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Beide hebben dus eenzelfde hoeveelheid schulden. Deze resultaten leken echter niet consistent te zijn. Ook vonden we in de literatuur onderzoekers die wijzen op een curvilineaire relatie. De empirie wees echter op niet-significante curvilineaire relatie tussen beide begrippen.

Ook werd de invloed van **familiale controle** op de schuldgraad bestudeerd. In de literatuur heerst er over deze topic eensgezindheid. Alle onderzoekers beweren dat de CEO als stichter de schuldgraad verhoogt en de CEO als opvolger de agency kosten verlaagt. Voorgaande empirische studies in de literatuur wijzen echter op niet-significante verbanden. Ook in

deze empirische studie vonden we geen significant verband. Hierdoor ontstaan er twijfels over deze relatie. Blokhouders blijken geen effect te hebben op de schuldgraad. Dit resultaat werd zowel bekomen in de literatuur als in de empirie.

Tenslotte werd bestudeerd of familiebedrijven minder of eerder meer risico wensen te nemen. Dit werd zowel gecontroleerd door rechtstreeks de invloed van het **risico** op de schuldgraad te meten als via de bedrijfsdiversificatie. Men beweert immers in de literatuur dat familiebedrijven minder risico nemen door meer aan bedrijfsdiversificatie te doen. Dit resultaat wordt echter niet bevestigd in de empirische studie. Wel stelt men vast dat familiebedrijven eenzelfde graad van bedrijfsdiversificatie hanteren. Wanneer we echter rekening houden met het simultaniteitsprobleem of een strengere definitie hanteren (familie 50% van de aandelen), bekomen we dat familiebedrijven minder aan bedrijfsdiversificatie doen. De reden hiervoor vinden we ook terug in de literatuur. Door het belang aan familiewelvaart en bedrijfsprestaties wensen familiebedrijven minder aan bedrijfsdiversificatie te doen en zo meer risico op te nemen. Bedrijfsdiversificatie doet immers de waarde van het bedrijf dalen. We vinden ook andere visies in de literatuur. Zo beweren bepaalde onderzoekers dat familiebedrijven omwille van het belang voort te blijven bestaan, minder risico nemen. In de empirie vinden we echter dat familie- en niet-familiebedrijven eenzelfde niveau van risico hanteren.

Lijst geraadpleegde werken

Anderson R. & Reeb D.M. (2003a) "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500", *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328

Anderson R. & Reeb D.M. (2003b) "Founding-Family Ownership, corporate diversification, and firm leverage", *Journal of Law and Economics*, 46, 653-684

Anderson, R., Mansi S. A. & Reeb D.M. (2003) "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285

Ang J.S., Cole R.A. & Wuh Lin J. (2000) "Agency costs and ownership structure", *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106

Astrachan J. H., Klein S.B. & Smyrnios K.X. (2002) "The F-PEC scale of Family influence: A proposal for solving the family business definition problem", *Family Business Review*, 15(1), 45-58

Birley S. (2002) "Attitudes of owner-managers' children towards family and business issues", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 26(3), 5-19

Brealey R.A., Myers S.C. & Allen f. (2006) *Corporate finance*, New York, McGraw-Hill

Chrisman J., Chua J.H. & Litz R.A. (2004) "Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence", *Entrepreneurship Theory and practice*, 28(4), 335-354

Chua J.H., Chrisman J.J. & Sharma P. (1999) "Defining the family business by behavior" *Entrepreneurship: Theory & Practice*", 23(4), 19-39

Commissie Corporate Governance (2003) *De Nederlandse corporate governance code: beginselen van deugdelijk bestuur en best practice bepalingen*, beschikbaar op <<http://www.commissiecorporategovernance.nl/>>

Cools K. (1990) "Determinanten van de vermogensstructuur" *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 368-377

Daily C.M. & Dollinger M.J. (1993) "Alternative Methodologies for identifying family- versus nonfamily- managed businesses", *Journal of Small Business Management*, 31(2), 79-90

Deloof M. & Verschueren I. (1998) "De determinanten van de kapitaalstructuur van Belgische ondernemingen", *Tijdschrift voor economie en management*, 165-188

Dimson E., Marsh P. & Staunton M. (2006) *The worldwide equity premium: a smaller puzzle*, London Business School, 1-40

Eisenhardt K.M. (1989) "Agency Theory: An assessment and review", *Academy of management Review*, 14(1), 57-74

Engels P. (2004) "Familieondernemingen uit de schaduw", *Talanton Corporate Finance*

Euronext (online), geraadpleegd in maart 2007, beschikbaar op <<http://www.euronext.be>>

Gujarati D.N., (2003) *Basic econometrics*, Mc Graw Hill, New York

Holland P.G. & Boulton W.R. (1984) "Balancing the 'family' and the 'business' in family business", *Business Horizons*, 27(2), 16-21

Jan Ronse Instituut voor Venootschapsrecht (2007) *lijst familiebedrijven* (e-mail naar de auteur) (online)

James H.S. (1999) "What can the family contribute to business? Examining contractual relationships", *Family Business Review*, 12(1), 61-72

Jensen M.C. (1986) "Agency costs of Free Cash Flow, corporate Finance and Takeovers", *American Business Review*, 76(2), 323-329

Jensen M.C. & Meckling W. (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of financial Economics*, 3(4), 305-360

Klein S.B., Astrachan J.H. & Smyrnios K.X. (2005) "The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29(3), 321-339

La Porta R., Lopez-De-Silanes F. & Shleifer A. (1999) "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54(2), 471-518

Laveren E., Engelen P.J., Limère A. & Vandemaele S. (2004) *Handboek financieel beheer*, Antwerpen, Intersentia

Lievens J. (2004) *Governance in het familiebedrijf*, Tielt, Lannoo

Lippens M. (2004) *Belgische corporate governance code*, Brussel, Philippe Lambrecht

Litz R.A. (1995) "The Family Business: Toward definitional Clarity", *Family Business Review*, 8(2), 71-81

Lubatkin M., Schulze W.S., Ling Y. & Dino R.N. (2005) "The effect of parental altruism in the governance of family – managed firms", *journal of organizational behavior*, 26(3), 313-330

Maury B. (2006) "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European Corporations", *Journal of corporate Finance*, 12, 321-341

McConaughy, D.L. & Philips G.M. (1999) "Founders versus Descendants: The Profitability, Efficiency, Growth Characteristics and Financing in Large, Public, Founding Family - Controlled Firms", *Family business review*, 12(2), 123 - 133

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

Mishra C.S. & Mcconaughey 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

Modigliani F. & Miller M. (1958) "The cost of capital, corporation Finance and Theory of Investment", *American Economic Review*, 48(3), 261-297

Modigliani F., & Miller M.H. (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction", *American Economic Review*, 53(3), 433-443

Myers S.C. (1984) "The Capital structure Puzzle", *Journal of finance*, 39(3), 575-592

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

Olson P.D., Zuiker V.S., Danes S.M., Stafford K., Heck R.K.Z. & Duncan K.A.(2003) "The impact of the family and the business on family business sustainability" *Journal of Business Venturing*, 18(5), 639-666

Poza E.J., Hanlon S. & Kishida R. (2004) "Does the family business interaction factor represent a resource or a cost?", *Family Business Review*, 17(2), 99-118

Schulze W.S., Lubatkin M.H. & Dino R. (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., Lubatkin M.H. & Dino R. (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. & Bucholtz A.K. (2001) "Agency Relationships in Family Firms: Theory and evidence", *Organization Science*, 12(2), 99-116

Shanker M.C. & Astrachan J.H. (1996) "Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy – A Framework for Assessing Family Business Statistics", *Family Business Review*, 9(2), 107-123

Sharma P., Chrisman J.J. & Chua J.H. (1997) "Strategic management of the family business: past research and future challenges", *Family Business Review*, 10(1), 1-36

Sharma P. (2004) "An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future", *Family Business Review*, 17(1), 1-35

Stewart A. (2003) "Help one Another, Use one Another: Toward an Anthropology of Family Business", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27(4), 383-396

Trends (2006) "De 100 rijkste zakenfamilies", *Trends*, 5 oktober, 54-62

Van Gils A., Voordeckers W. & Van Den Heuvel J. (2004) "Environmental uncertainty and strategic behavior in belgian family firms", *European Management Journal*, 22(5), 588-595

Villalonga B. & Amit R. (2006) "How do family ownership, control and management affect Firm Value?", *Journal of financial economics*, 80(2), 385-417

Vinton K. (1998) "Nepotism: an interdisciplinary Model", *Family Business Review*, 11(4), 297-303

Voordeckers W. (1996) "De keuze tussen eigen vermogen en schuldfinanciering: een theoretisch overzicht", *Cahiers Economiques de Bruxelles*, 150(2), 161-195

Westhead P. & Cowling M. (1998) "Family Firm Research: The need for a methodological rethink", *Entrepreneurship: theory & practice*, 23(1), 31-56

Whiteside M.F. & Brown F.H. (1991) "Drawbacks of a dual systems approach to family firms: Can we expand our thinking", *Family Business Review*, 4(4), 383-395

Bijlagen

Bijlagen

Bijlage 1: De controle van bedrijven over de hele wereld

Bijlage 2: Overzicht van de verschillende definities van familiebedrijven

Bijlage 3: De F-PEC vragenlijst

Bijlage 1: De controle van bedrijven over de hele wereld

Grote publieke familiebedrijven:

This table classifies countries according to their ranking in antidirector rights. We form two groups of countries: (1) high antidirectors; and (2) low antidirectors, based on whether the country's antidirector index is above the median or not. Panel A (B) presents means for each variable using 20 (10) percent as the criterion for control for a sample of the 20 largest firms (by stock market capitalization of equity at the end of 1995) in 27 countries. (Definitions for each of the variables are given in Table I.) This table also reports tests of means for countries above and below the median antidirector rights.

Panel A: 20% Cutoff						
Country	Widely Held	Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation	Miscellaneous
Argentina	0.00	0.65	0.15	0.05	0.15	0.00
Australia	0.65	0.05	0.05	0.00	0.25	0.00
Canada	0.60	0.25	0.00	0.00	0.15	0.00
Hong Kong	0.10	0.70	0.05	0.05	0.00	0.10
Ireland	0.65	0.10	0.00	0.00	0.10	0.15
Japan	0.90	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00
New Zealand	0.30	0.25	0.25	0.00	0.20	0.00
Norway	0.25	0.25	0.35	0.05	0.00	0.10
Singapore	0.15	0.30	0.45	0.05	0.05	0.00
Spain	0.35	0.15	0.30	0.10	0.10	0.00
U.K.	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
United States	0.80	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
High antidirector avg.	0.4792	0.2458	0.1375	0.0250	0.0833	0.0292
Austria	0.05	0.15	0.70	0.00	0.00	0.10
Belgium	0.05	0.50	0.05	0.30	0.00	0.10
Denmark	0.40	0.35	0.15	0.00	0.00	0.10
Finland	0.35	0.10	0.35	0.05	0.05	0.10
France	0.60	0.20	0.15	0.05	0.00	0.00
Germany	0.50	0.10	0.25	0.15	0.00	0.00
Greece	0.10	0.50	0.30	0.10	0.00	0.00
Israel	0.05	0.50	0.40	0.00	0.05	0.00
Italy	0.20	0.15	0.40	0.05	0.10	0.10
South Korea	0.55	0.20	0.15	0.00	0.05	0.05
Mexico	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Netherlands	0.30	0.20	0.05	0.00	0.10	0.35
Portugal	0.10	0.45	0.25	0.15	0.00	0.05
Sweden	0.25	0.45	0.10	0.15	0.00	0.05
Switzerland	0.60	0.30	0.00	0.05	0.00	0.05
Low antidirector avg.	0.2733	0.3433	0.2200	0.0700	0.0233	0.0700
Sample average	0.3648	0.3000	0.1833	0.0500	0.0500	0.0519
Test of Means (<i>t</i> -statistic)						
Low vs. high antidirector	-1.95	1.09	1.20	1.70	-2.38	1.40

Uit: La Porta, Lopez-de-silanes & Shleifer (1999)

Middelgrote publieke familiebedrijven:

This table classifies countries according to their ranking in antidirector rights. We form two groups of countries: (1) high antidirectors; and (2) low antidirectors, based on whether the country's antidirector index is above the median or not. Panel A (B) presents means for each variable using 20 (10) percent as the criterion for control for a sample of 10 firms with stock market capitalization of common equity at the end of December of 1995 of at least \$500 million or higher in 27 countries. (Definitions for each of the variables are given in Table I.) This table also reports tests of means for countries above and below the median antidirector rights.

Panel A: 20% Cutoff						
Country	Widely Held	Family	State	Widely Held Financial	Widely Held Corporation	Miscellaneous
Argentina	0.00	0.80	0.20	0.00	0.00	0.00
Australia	0.30	0.50	0.00	0.00	0.20	0.00
Canada	0.60	0.30	0.10	0.00	0.00	0.00
Hong Kong	0.00	0.90	0.00	0.00	0.00	0.10
Ireland	0.63	0.13	0.00	0.00	0.13	0.13
Japan	0.30	0.10	0.00	0.00	0.00	0.60
New Zealand	0.57	0.29	0.14	0.00	0.00	0.00
Norway	0.20	0.40	0.20	0.10	0.00	0.10
Singapore	0.40	0.40	0.20	0.00	0.00	0.00
Spain	0.00	0.30	0.20	0.40	0.10	0.00
U.K.	0.60	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00
United States	0.90	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
High antidirector avg.	0.3750	0.3850	0.0867	0.0417	0.0358	0.0775
Austria	0.00	0.17	0.83	0.00	0.00	0.00
Belgium	0.20	0.40	0.30	0.10	0.00	0.00
Denmark	0.30	0.40	0.20	0.00	0.00	0.10
Finland	0.20	0.20	0.20	0.10	0.10	0.20
France	0.00	0.50	0.20	0.20	0.00	0.10
Germany	0.10	0.40	0.20	0.20	0.10	0.00
Greece	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Israel	0.10	0.60	0.30	0.00	0.00	0.00
Italy	0.00	0.60	0.00	0.00	0.10	0.30
South Korea	0.30	0.50	0.00	0.00	0.20	0.00
Mexico	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Netherlands	0.10	0.20	0.10	0.00	0.10	0.50
Portugal	0.00	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00
Sweden	0.10	0.60	0.20	0.00	0.00	0.10
Switzerland	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
Low antidirector avg.	0.1267	0.5047	0.2020	0.0400	0.0400	0.0867
Sample average	0.2370	0.4515	0.1507	0.0407	0.0381	0.0826
Test of Means (<i>t</i> -statistic)						
Low vs. high antidirector	-2.86	1.24	1.64	-0.45	0.18	0.16

Uit: La Porta, Lopez-de-silanes & Shleifer (1999)

Bijlage 2: Overzicht van de verschillende definities van familiebedrijven

Author(s)	Definition
Alcorn, 1982	a profit-making concern that is either a proprietorship, a partnership, or a corporation. . . . If part of the stock is publicly owned, the family must also operate the business (p. 230).
Babicky, 1987	is the kind of small business started by one or a few individuals who had an idea, worked hard to develop it, and achieved, usually with limited capital, growth while maintaining majority ownership of the enterprise (p. 25)
Barnes & Hershon, 1976	Controlling ownership is rested in the hands of an individual or of the members of a single family (p. 106)
Bernard, 1975	an enterprise which, in practice, is controlled by the members of a single family (p. 42)
Carsrud, 1994	closely-held firm's ownership and policy making are dominated by members of an "emotional kinship group" (p. 40)
Churchill & Hatten, 1993	what is usually meant by family business. . . . is either the occurrence or the anticipation that a younger family member has or will assume control of the business from the elder (p. 52)
Davis, 1983	are those whose policy and direction are subject to significant influence by one or more family units. This influence is exercised through ownership and sometimes through the participation of family members in management (p. 47)
Davis & Tagiuri, 1985	a business in which two or more extended family members influence the direction of the business (quoted in Rothstein, 1992)
Donckels & Frohlich, 1991	if family members own at least 60 percent of the equity (p. 152)
Donnelley, 1964	when it has been closely identified with at least two generations of a family and when this link has had a mutual influence on company policy and on the interests and objectives of the family (p. 94)
Dreux, 1990	are economic enterprises that happen to be controlled by one or more families (that have) a degree of influence in organizational governance sufficient to substantially influence or compel action (p. 226)
Gallo & Sveen, 1991	a business where a single family owns the majority of stock and has total control (p. 181)
Handler, 1989	an organization whose major operating decisions and plans for leadership succession are influenced by family members serving in management or on the board (p. 262)
Holland & Oliver, 1992	any business in which decisions regarding its ownership or management are influenced by a relationship to a family or families (p. 27)
Lansberg, Perrow, Rogolsky (1988)	a business in which members of a family have legal control over ownership (p. 2)
Leach, et al (1990)	a company in which more than 50 percent of the voting shares are controlled by one family, and/or a single family group effectively controls the firm, and/or a significant proportion of the firm's senior management is members from the same family (quoted by Astrachan, 1993, pp. 341-342)
Lyman, 1991	the ownership had to reside completely with family members, at least one owner had to be employed in the business, and one other family member had either to be employed in the business or to help out on a regular basis even if not officially employed (p. 304)
Pratt & Davis, 1986	one in which two or more extended family members influence the direction of the business through the exercise of kinship ties, management roles, or ownership rights (chap. 3, p. 2)
Rosenblatt, deMik, Anderson, & Johnson, 1985	any business in which majority ownership or control lies within a single family and in which two or more family members are or at some time were directly involved in the business (pp. 4-5)
Stern, 1986	owned and run by the members of one or two families (p. xxi)
Welsch, 1993	one in which ownership is concentrated, and owners or relatives of owners are involved in the management process. (p. 40)

Uit: Chua, Chrisman & Sharma (1999)

Bijlage 3: De F-pec vragenlijst

- *Family* is defined as a group of persons including those who are either offspring of a couple (no matter what generation) and their in-laws as well as their legally adopted children.

- *Ownership* means ownership of stock or company capital. When the percentage of voting rights differs from percentage of ownership, please indicate voting rights.

- *Management Board* refers to the company Board that manages or runs an entity(ies).

- Persons named through family members represent the ideas, goals, and values of the family.

Part 1: The Power Subscale

1. Please indicate the proportion of share ownership held by family and nonfamily members:

(a) Family _____%

(b) Nonfamily _____%

2. Are shares held in a holding company or similar entity (e.g., trust)? 1. Yes 2. No

If YES, please indicate the proportion of ownership:

(a) Main company owned by:

(i) direct family ownership: _____%

(ii) direct nonfamily: _____% ownership: _____%

(iii) holding company: _____%

(b) Holding company owned by:

(i) family ownership: _____%

(ii) nonfamily ownership: _____%

(iii) 2nd holding company: _____%

(c) 2nd holding company owned by:

(i) family ownership: _____%

3. Does the business have a governance Board? 1. Yes 2. No

If YES:

(a) How many Board members does it comprise? _____ members

(b) How many Board members is family? _____ family members

(c) How many nonfamily (external) members nominated by the family are on the Board? _____ nonfamily members

4. Does the business have a management Board? 1. Yes 2. No

If YES:

(a) How many persons does it comprise? _____ members

(b) How many management Board members is family? _____ family members

(c) How many nonfamily Board members are chosen through them? _____ nonfamily member

Definitions

- The founding generation is viewed as the first generation.

- Active family members involve those individual who contribute substantially to the business. These family members might hold official positions in the business as shareholders, Board members, or employees.

Part 2: The Experience Subscale

- | | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 1. Which generation owns the company? | _____ generation |
| 2. Which generation(s) manage(s) the company? | _____ generation |
| 3. What generation is active on the governance Board? | _____ generation |
| 4. How many family members participate actively in the business? | _____ members |
| 5. How many family members do not participate actively in the business but are interested? | _____ members |
| 6. How many family members are not (yet) interested at all? | _____ members |

Part 3: The Culture Subscale

Please rate the extent to which:

- | | | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|--------------------------|
| Your family has influence on your business. | <i>Not at all</i> | <i>To a large extent</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Your family members share similar values. | <i>Not at all</i> | <i>To a large extent</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Your family and business share similar values. | <i>Not at all</i> | <i>To a large extent</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Family members support the family business in discussions with friends, employees, and other family members. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Family members feel loyalty to the family business. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Family members are proud to tell others that we are part of the family business. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| There is so much to be gained by participating with the family business on a long-term basis. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Family members agree with the family business goals, plans, and policies. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Family members really care about the fate of the family business. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Deciding to be involved with the family business has a positive influence on my life. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| I understand and support my family's decisions regarding the future of the family business. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |
| Family members are willing to put in a great deal of effort beyond that normally expected to help the family business be successful. | <i>Strongly disagree</i> | <i>Strongly Agree</i> |
| | 1.....2.....3.....4.....5 | |

Uit Klein, Astrachan & Spyriios (2005)

Auteursrechterlijke overeenkomst

Opdat de Universiteit Hasselt uw eindverhandeling wereldwijd kan reproduceren, vertalen en distribueren is uw akkoord voor deze overeenkomst noodzakelijk. Gelieve de tijd te nemen om deze overeenkomst door te nemen, de gevraagde informatie in te vullen (en de overeenkomst te ondertekenen en af te geven).

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

Determinanten van de schuldgraad in familiebedrijven

Richting: **Handelsingenieur**

Jaar: **2007**

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.

Ik ga akkoord,

Els DECOUTERE

Datum: **31.05.2007**