



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De rol van de CEO in het gebruik van bankfinanciering in private familiebedrijven

Stijn Wertelaers

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Tensie STEIJVERS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2017
2018



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De rol van de CEO in het gebruik van bankfinanciering in private familiebedrijven

Stijn Wertelaers

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, major Finance, aan de Universiteit Hasselt. Deze eindverhandeling heeft veel tijd en energie gevraagd voor zowel mijzelf als mensen uit mijn directe omgeving. Maar na tien maanden hard werken stel ik met trots mijn eindrapport voor.

Allereerst gaat mijn dank uit naar Prof. dr. Tensie Steijvers voor haar deskundige begeleiding en advies gedurende deze periode. Mede door haar feedback en vlotte communicatie is het mogelijk geweest om deze masterproef tot een goed einde te brengen.

Hiernaast wil ik mijn familie, vrienden en vriendin danken voor hun steun en aanmoedigen gedurende deze periode. Deze personen hebben me steeds gemotiveerd om het maximale uit mezelf te halen.

Tot slot wil ik nog in het bijzonder een dankwoord richten naar mijn ouders. Zij hebben mij niet enkel gesteund in de verwezenlijking van deze masterproef, maar vooral de kans gegeven om na mijn bacheloropleiding nog een extra studie aan te vatten. Hun geloof in mij heeft het mogelijk gemaakt om ook deze opleiding tot een goed einde te brengen.

Stijn Wertelaers

Juni, 2018

Samenvatting

Familiebedrijven zijn al jarenlang een belangrijk onderdeel van ons economisch landschap. Liefst 55% van de Belgische ondernemingen zijn familiebedrijven en deze zorgen samen voor 45% van de totale werkgelegenheid. Door hun grote aanwezigheid in onze samenleving is het zeker relevant om dieper onderzoek te voeren naar hun specifieke kenmerken. Doordat familiebedrijven, dankzij hun familiaal karakter, uniek zijn ten opzichte van niet-familiebedrijven ziet men ook verschillen in hun kapitaalstructuur. Hieromtrent is de laatste jaren reeds veel onderzoek gedaan naar determinanten die bepalend zijn in de financieringsstructuur van familiale ondernemingen. In deze masterproef is de rol van de CEO in het gebruik van bankfinanciering bij familiebedrijven onderzocht. Hierbij is er steeds rekening gehouden met de familiale aspecten die een invloed hebben op de vraag naar financiering in familiebedrijven.

In de eerste plaats wordt er in de literatuurstudie verklaard wat familiebedrijven onderscheid van niet-familiebedrijven. Uit bestaande studies blijkt dat familiebedrijven niet-economische doelstellingen nastreven die vanuit financiële logica niet te verklaren zijn. Deze niet-economische doelstellingen vloeien voort uit de socioemotionele waarden (SEW) die familiale ondernemingen willen nastreven of behouden. De socioemotionele waarden zitten in het DNA van een familiebedrijf want de familie linkt hun eigen identiteit zeer sterk aan dat van de organisatie en zijn omgeving. Familiale invloed en controle, zich kunnen identificeren met het bedrijf, sociale binding, emotionele verbondenheid en de overdracht naar volgende generaties zijn hierin de belangrijkste waarden. Het is vooral de relatie tussen het gebruik van bankschulden en het behoud van familiale controle en de overdracht naar de volgende generatie waar in deze masterproef de nadruk op wordt gelegd. Want wanneer schulden niet meer terugbetaald kunnen worden (risico op faillissement), valt de controle in handen van de externe financierder wat tegenstrijdig is met de niet-financiële doelstellingen van vele familiebedrijven. Dit gegeven duidt dat familiebedrijven minder snel geneigd zullen zijn om schulden aan te gaan.

Na het schetsen van de socioemotionele waarden van familiebedrijven, is er een duidelijk beeld gevormd van de bestaande kapitaalstructuur theorieën om de vraag naar bankfinanciering in familiebedrijven beter te begrijpen. Ook hieruit blijkt dat private familiebedrijven minder snel geneigd zijn om bankfinanciering te gebruiken. Want zowel het gebruik van bankfinanciering als het uitgeven van aandelen is niet in lijn met behoud van de socioeconomische waarden. Zo stellen verschillende studies dat veel familiebedrijven zelfs geen schulden gebruiken ondanks de verbonden fiscale voordelen. Dit fenomeen valt niet enkel te verklaren door de socioeconomische waarden want ook macro-economische factoren zijn hierin bepalend. Wel geeft de pecking order theorie aan, dat familiebedrijven met niet voldoende interne middelen, eerder geneigd zijn schuldfinanciering te gebruiken dan aandelen uit te geven aan derde partijen.

Vervolgens worden deze twee onderdelen vertaald naar de rol van de CEO in het gebruik van bankfinanciering. Hierbij is in de hypotheses zowel de invloed van de identiteit van de CEO als de generatie waarin de huidige familiale CEO zich bevindt, beschreven. Zo worden niet-familiale CEO's minder gedreven door familiale emoties waardoor ze eerder opportunistisch gedrag vertonen en minder risico-avers zijn dan familiale CEO's. Hierdoor zou een externe CEO het negatieve effect van de socioemotionele waarden op het gebruik van bankfinanciering reduceren. Hiernaast is ook het generatie effect van de familiale CEO op het gebruik van bankfinanciering gekaderd. Vooral bij latere generaties ontstaan er agency conflicten tussen de familiale CEO en andere familiale aandeelhouders die niet actief zijn in het management. Opvolger CEO's worden naarmate de tijd steeds minder risico-avers en gaan meer kijken naar persoonlijke belangen, terwijl de passieve familiale aandeelhouders rendement willen voor hun aandeel. Hierdoor zal een CEO uit een latere generatie meer gebruik maken van bankfinanciering.

Tot slot kan het corporate governance aspect niet ontbreken wanneer er onderzoek wordt gedaan omtrent strategische keuzes binnen familiebedrijven. Binnen dit onderdeel van de masterproef is er een duidelijk beeld geschetst welke invloed de controlerol van de Raad van bestuur heeft in het gebruik van bankfinanciering. Een effectief controlerende RvB zal er immers voor zorgen dat de financieringsbeslissingen meer in lijn liggen met de belangen van alle stakeholders. Hieruit blijkt dat een effectief controlerende RvB zowel het effect van de socioemotionele waarden, als het effect van de generatie van de CEO op het gebruik van bankfinanciering, zou reduceren.

Nadat er 5 hypotheses zijn geformuleerd, is er in deze masterproef een kwantitatief onderzoek uitgevoerd voor private familiebedrijven in België. Hierbij is, naast onderzoek met de totale steekproef, ook een subanalyse gerealiseerd waar bedrijven die geen bankschulden hebben niet in de steekproef werden opgenomen. Hierdoor is er abstractie gemaakt van het zero-leverage mysterie. Uit dit onderzoek bleek dat het behoud van de socioemotionele waarden enkel een negatieve invloed heeft op het gebruik van korte termijn bankfinanciering. Hoge korte termijn schulden brengen immers een groter faillissementsrisico met zich mee dan lange termijn schulden waardoor de familiale controle en eigendom verloren zou gaan en niet kan voldaan worden aan de drang naar overleving.

Uit de resultaten is ook naar voren gekomen dat familiebedrijven, die het behoud van SEW in totaliteit nastreven en waarbij de controle van de RvB hoog is, meer bankfinanciering op lange termijn gebruiken. Familiebedrijven met een goed controlerende RvB associëren dus minder faillissementsrisico's aan het gebruik van lange termijn bankschulden waardoor ze minder risico-avers zijn om in te leveren op socioemotionele waarden. Wanneer er specifiek werd gekeken naar de SEW dimensie omtrent het behoud van familiale controle en eigendom toonde het onderzoek dat familiebedrijven, die deze dimensie willen nastreven en geen effectief controlerende RvB hebben, minder bankschulden op lange termijn gebruiken. Dergelijke bedrijven bevestigen dus wel de verwachtingen omtrent risico-avers gedrag ten opzichte van bankschulden. Echter zal een effectief controlerende RvB dit negatief effect reduceren om de belangen van alle stakeholders na te streven.

Vervolgens toonden de resultaten aan dat familiebedrijven met een familiale CEO uit de derde generatie of later, meer bankschulden op korte termijn gebruiken wanneer er geen effectief controlerende RvB is. Enkel dan tonen dergelijke CEO's minder risico-avers gedrag. Tot slot toont het onderzoek dat familiale ondernemingen met een familiale CEO uit de derde generatie of later minder bankschulden gebruiken wanneer er geen CEO dualiteit is. Wel reduceert CEO dualiteit dit negatieve effect. Hieruit is geconcludeerd dat de voorzitter van een RvB een belangrijke strategische rol heeft in het nemen van financieringsbeslissingen.

INHOUDSOPGAVE

1. PROBLEEMSTELLING	9
2. LITERATUURSTUDIE.....	13
2.1. ROL VAN BANKFINANCIERING IN PRIVATE FAMILIEBEDRIJVEN.....	13
2.1.1. <i>Static trade off theorie in familiebedrijven.....</i>	13
2.1.2. <i>Pecking order theorie.....</i>	13
2.1.3. <i>Zero-leverage mysterie.....</i>	14
2.2. BELANG VAN SOCIOEMOTIONAL WEALTH IN PRIVATE FAMILIEBEDRIJVEN	15
2.2.1. <i>Dimensies van SEW.....</i>	15
2.2.2. <i>SEW en het gebruik van schulden</i>	16
2.3. DE EFFECTIVITEIT VAN DE RAAD VAN BESTUUR.....	16
3. HYPOTHESEONTWIKKELING	19
3.1 WELK EFFECT HEBBEN DE NIET-FINANCIËLE DOELSTELLINGEN OP HET GEBRUIK VAN BANKFINANCIERING?.....	19
3.2 HOE BEÏNVLOEDT HET TYPE VAN CEO (FAMILIE VS EXTERN) HET EFFECT VAN SEW OP GEBRUIK VAN BANKFINANCIERING?.....	20
3.3 WELKE INVLOED HEEFT DE GENERATIE VAN DE FAMILIALE CEO OP HET GEBRUIK VAN BANKFINANCIERING?.....	21
3.4 HOE KAN EEN RAAD VAN BESTUUR IN FAMILIEBEDRIJVEN EEN ROL SPELEN IN DE KEUZE VAN DE CEO VOOR HET GEBRUIK VAN BANKFINANCIERING?.....	22
3.5. CONCEPTUEEL MODEL.....	24
4. DATA EN VARIABELEN.....	25
4.1 DATA SET.....	25
4.2. VARIABELEN.....	25
4.2.1. <i>Afhankelijke variabelen.....</i>	25
4.2.2. <i>Onafhankelijke variabelen.....</i>	25
4.2.3. <i>Modererende variabelen</i>	27
4.2.4. <i>Controle variabelen</i>	28
4.3. DATA ANALYSE.....	29
5. RESULTATEN	31
5.1. BESCHRIJVENDE ANALYSE.....	31
5.2. REGRESSIERESULTATEN	34
7. BIBLIOGRAFIE	45
8. BIJLAGEN.....	49
8.1. OVERZICHT VARIABELEN	49

1. Probleemstelling

Familiebedrijven vormen een belangrijk onderdeel van onze economie. In België bestaat de economie voor 77 procent uit deze familiale ondernemingen. De bijdrage van deze bedrijven aan het BBP bedraagt 33%. Wanneer men kijkt naar de tewerkstelling die de Belgische familiebedrijven creëren, zorgen zij voor 45% van de totale werkgelegenheid (*Belgium, 2017*).

Op verschillende vlakken zijn familiebedrijven uniek ten opzichte van niet-familiale bedrijven. Ook inzake de kapitaalstructuur ziet men specifieke eigenschappen terugkomen. Onder kapitaalstructuur wordt de wijze van financiering van een onderneming verstaan waarbij de optimale structuur een afweging tussen schulden en eigen vermogen is die de aandeelhouderswaarde maximaliseert. Het doel van veel bedrijven is om deze waarde te maximaliseren waardoor kapitaalstructuurbeslissingen van uiterst belang zijn in elke onderneming (Gottardo & Moisello, 2014). In bestaande literatuur is reeds uitgebreid onderzoek gedaan naar de determinanten van een optimale kapitaalstructuur. Het zijn determinanten zoals de verspreiding van eigendom, beschikbaarheid van interne bronnen (pecking order theorie), de leeftijd van de onderneming en de CEO die een belangrijke factor spelen in het creëren van een optimale kapitaalstructuur voor zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven. Iedere onderneming heeft zijn eigen unieke determinanten en doelstellingen waardoor een optimale kapitaalstructuur moeilijk te definiëren valt (Jensen & Meckling, 1976). Zo zal in het algemeen een familiebedrijf een kapitaalstructuur nastreven die zowel financiële als niet-financiële waarde creëert terwijl een niet-familiebedrijf enkel financiële waarde wilt verwezenlijken (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012).

Familiebedrijven focussen in het algemeen op waardecreatie over generaties heen voor lange termijn overleving (Ang, 1992). Het verlangen van overdracht naar volgende generaties brengt met zich mee dat er minder risicovolle strategieën worden gehanteerd. Om een faillissement te vermijden en geen controle te verliezen, verkiezen familiebedrijven vaak een lagere schuldratio (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). Bankfinanciering wordt in vele familiebedrijven dus gezien als risicovol maar kan een serieuze economische meerwaarde betekenen om investeringen te financieren en zo de verdere groei van het bedrijf te stimuleren. Tegelijkertijd is het aangaan van bankfinanciering in dergelijke bedrijven onderhevig aan verschillende factoren die het gebruik hiervan kunnen beïnvloeden.

Een eerste factor zijn de socio-emotionele waarden binnen een familiebedrijf. SEW zijn waarden die in het algemeen deel uitmaken van het unieke DNA van een familiebedrijf. Hierdoor zullen deze waarden mogelijk een invloed hebben op de bedrijfsbeslissingen van familiale bestuurders/managers. SEW suggereert namelijk dat familiebedrijven vaak niet-financiële doelstellingen nastreven, zoals de controle behouden voor latere generaties, reputatie hooghouden, zich kunnen identificeren met het bedrijf,... die vanuit een economisch standpunt niet te verklaren zijn (Berrone et al., 2012). Hierbij stellen Kintana, Makri, and Gomez-Mejia (2010) dat een familiaal gecontroleerd bedrijf de neiging heeft om minder te diversifiëren, zelfs als deze beslissing meer risico met zich meebrengt voor het bedrijf. Diversificatie brengt namelijk een

mogelijk faillissementsrisico mee wanneer schulden niet meer betaald kunnen worden waardoor de familiale controle verloren zou gaan. Hierdoor zal een familiebedrijf, dat de preservatie van SEW vooropstelt, conservatief gedrag tonen omtrent het gebruik van bankfinanciering (Naldi et al., 2007). Het niet willen aangaan van bankfinanciering om niet-financiële doelstellingen te behouden kan een negatieve impact hebben op de noodzakelijke investeringen om de verdere groei van het bedrijf te kunnen continueren.

Vervolgens kan ook de identiteit van de CEO een invloed hebben op het gebruik van bankfinanciering. Zoals eerder besproken hebben familiebedrijven incentives om de controle binnen eigen rangen te houden (Berrone et al., 2012). Deze wens tot controlebehoud zal eerder aanwezig zijn bij een familiale CEO dan een niet-familiale CEO omdat familiale CEO's meer geneigd zijn de SEW-doelstellingen na te streven (Zona, 2016). Wanneer een familiebedrijf door een familiale CEO geleid wordt, kan dit leiden tot een te grote focus op de non-financiële doelstellingen waardoor ze minder geneigd is om te kiezen voor bankfinanciering. Dit kan uiteindelijk de prestaties van het bedrijf beïnvloeden omdat economisch verantwoorde projecten mogelijk aan de kant worden geschoven wegens gebrek aan interne financiële middelen.

Niet-familiale bedrijfsleiders daarentegen zijn minder risico-avers waardoor ze meer geneigd zijn om groeiprojecten te kiezen en investeringen te doen met bankfinanciering (Huybrechts, Voordeckers, & Lybaert, 2013). Het aanstellen van een niet-familiale CEO brengt extra kennis, competentie en management expertise met zich mee. Dit stelt het bedrijf in staat om winstgevende opportuniteiten te identificeren en te volgen wat tegelijkertijd geassocieerd wordt met een risicovoller beleid (Zona, 2016). Hierdoor zullen minder non-financiële doelstellingen worden nagestreefd en meer nieuwe investeringen gedaan worden om verdere groei te stimuleren.

Dit gegeven zorgt er voor dat externe CEO's vaak gemonitord worden door een familiaal gedomineerde Raad van Bestuur om de mogelijk opportunistische keuzes van deze CEO's in te perken (D. Miller, Le Breton-Miller, Minichilli, Corbetta, & Pittino, 2014). Hiermee wordt de meer rationele aanpak van dergelijke CEO's beperkt waardoor hun meerwaarde in financiële outperforming teniet wordt gedaan. Wanneer een niet-familiale bedrijfsleider rekening moet houden met een controlerend orgaan, waar veel familieleden in zetelen, zouden de SEW-prioriteiten de financiële beslissingen van deze CEO kunnen beïnvloeden (Zona, 2016). Deze beperking houdt mogelijk in dat er minder bankfinanciering wordt gebruikt dan in werkelijkheid optimaal nodig is om investeringen te financieren en verdere groei te stimuleren.

Omdat het monitoringsaspect een pertinente impact kan hebben op de financiële beslissingen van een CEO, kan de Raad van Bestuur een cruciale rol spelen in het gebruik van bankfinanciering. Dit uitvoerend orgaan maakt deel uit van het corporate governance aspect binnen een bedrijf. Corporate governance in familiebedrijven onderscheidt zich van governance in niet-familiale bedrijven. Governance in familiebedrijven is een moeilijke afweging tussen de belangen van het bedrijf, de aandeelhouders van de onderneming en de familie (Lievens, 2004). Hiemee doelt men op de SEW-doelstellingen die vaak gevrijwaard willen worden door de familie en de financiële objectieven die belangrijk zijn voor een onderneming. De Raad van Bestuur is een belangrijk

mechanisme om deze doelstellingen te overzien maar dient tegelijkertijd zowel voor ondersteuning aan de CEO als controle orgaan. (Van Den Heuvel, Van Gils, & Voordeckers, 2006)

Een goed functionerende RvB is echter bepalend in de uitvoering van acties om de doelstellingen van het bedrijf in lijn te houden met de verwachtingen van alle stakeholders (Fama & Jensen, 1983). Belangrijke rollen die een RvB moet vervullen zijn de controle rol en de adviserende rol (Jaskiewicz & Klein, 2007). Hierbij wordt gesteld dat de RvB betrokken is bij de strategieformulering van het bedrijf. Volgens de behavioral agency theorie is de familie bereid om strategische keuzes te maken om SEW verliezen te vermijden. Dit betekent dat wanneer een CEO in een familiebedrijf beslissingen neemt omtrent de strategieformulering, de RvB door middel van zijn strategische rol invloed heeft op dergelijke beslissingen (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 1996). Omdat het gebruik van bankfinanciering een belangrijke beslissing is binnen de strategie van een bedrijf, zal de RvB het effect dat SEW heeft op beslissingen inzake bankfinanciering kunnen beïnvloeden.

De doelstelling van deze masterproef is om een antwoord te geven op de vraag welke invloed de verschillende factoren hebben op de keuze van de CEO in het gebruik van bankfinanciering binnen private familiebedrijven. Om een antwoord te geven op het bovenstaande praktijkprobleem worden er verschillende hypothesen opgesteld die leiden naar het conceptueel model. In dit conceptueel model, dat in het verdere verloop van deze masterproef uitgebreid aan bod zal komen, worden twee verschillende relaties getoond met betrekking tot het gebruik van bankfinanciering. Eerst en vooral wordt het effect van SEW op het gebruik van bankfinanciering beschreven waarbij twee externe factoren, namelijk de controle rol van de RvB en de externe CEO, in rekening worden gebracht. Verder wordt ook de invloed van de generatie waarin de familiale CEO zich bevindt op het gebruik van bankfinanciering onderzocht. Ook hier wordt de controle rol van de RvB als externe factor gezien die mogelijk deze relatie kan beïnvloeden. Dit geheel zal de basis vormen van het onderzoek in deze masterproef.

2. Literatuurstudie

2.1. Rol van bankfinanciering in private familiebedrijven

Voor elke onderneming is de keuze inzake kapitaalstructuur een belangrijk gegeven. Ieder bedrijf probeert een kapitaalstructuur te handhaven die optimaal is om hun doelstellingen te bereiken. In familiebedrijven kan dit een andere vorm aannemen dan niet-familiebedrijven doordat men rekening gaat houden met andere factoren zoals SEW (Berrone et al., 2012; Mishra & McConaughy, 1999). In de literatuur zijn er verschillende theorieën beschreven die deze keuze proberen te verklaren. Deze masterproef focust zich op twee theorieën, namelijk de static trade off theorie en de pecking order theorie. Deze worden in volgende paragrafen besproken. Tenslotte wordt ook kort het zero-leverage mysterie aangehaald.

2.1.1. Static trade off theorie in familiebedrijven

De static trade off theorie stelt dat de optimale kapitaalstructuur van een bedrijf wordt bepaald door de voordelen en nadelen van schuldfinanciering tegen elkaar af te wegen (M. H. Miller, 1988). Wanneer dit gereflecteerd wordt naar familiebedrijven, zijn het vooral de kosten van schuldfinanciering die verschillen met niet-familiebedrijven. Volgens Mishra and McConaughy (1999) houden familiebedrijven naast de kosten van financiële moeilijkheden ook rekening met het verlies van familiale controle dat hiermee gepaard gaat.

Wanneer een bedrijf in financiële moeilijkheden geraakt, ziet men vaak dat er een verandering van controle plaatsvindt. Bij een faillissement zal de controle van het bedrijf meestal in handen vallen van de externe financierder. In een familiebedrijf is dit iets wat ze absoluut willen vermijden want het behoud van familiale controle is een van de belangrijkste niet-financiële objectieven die het nastreeft. Het gebruik van bankfinanciering zorgt ervoor dat de kans op financiële moeilijkheden en een faillissement vergroot. Hierdoor kan er besloten worden dat de kosten die gepaard gaan met bankfinanciering groter zullen zijn voor familiebedrijven (Mishra & McConaughy, 1999).

2.1.2. Pecking order theorie

Volgens deze theorie streven bedrijven niet naar een specifieke schuldratio maar volgen ze een bepaalde orde bij de keuze van financiële bronnen: interne financiële middelen, korte termijn lening, lange termijn lening en eigen vermogen (Donaldson, 1961).

Dit valt te verklaren doordat private familiebedrijven eigendom en controle zelf wil behouden. Hierdoor staan ze eerder weigerachtig ten opzichte van externe financiering en zullen eerst interne financiële middelen aangesproken worden. Wanneer deze interne middelen niet voldoen zal men eerder geneigd zijn om extern kapitaal aan te wenden via schulden. Uitgifte van aandelen zorgt er namelijk voor dat niet-familiale aandeelhouders een participatie verkrijgen in het familiebedrijf. Dit is niet in lijn met de doelstelling omtrent het behoud van familiale eigendom (Gottardo & Moisello, 2014).

Toch zal een familiebedrijf geen grote proportie schulden aangaan. Zoals reeds in de static trade off theorie beschreven is, zijn de kosten van schuldfinanciering bij een familiebedrijf hoger dan een niet-familiebedrijf. Het behoud van controle zal vooropgesteld worden waardoor er uiteindelijk maar een beperkte hoeveelheid schulden zal aangegaan worden om niet in financiële moeilijkheden te komen.

Schuldfinanciering bestaat echter uit verschillende vormen en bankfinanciering is hier één van. Een groot probleem bij bankfinanciering aan bedrijven zijn vaak de agency kosten. Dit betekent dat managers uit zelf interesse handelen om hun eigen doelstellingen na te streven in plaats van de doelstellingen van de principaal of het bedrijf. Financiële instellingen staan hier zeer avers tegenover waardoor banken mogelijk meer krediet verlenen of aantrekkelijkere voorwaarden bieden aan bedrijven met beperkte agency kosten (Voordeckers & Steijvers, 2006). In familiebedrijven kunnen deze agency kosten verminderen doordat een familiale manager minder opportunistisch gedrag vertoont. Ze streven namelijk naar lange termijn overleving waardoor ze risico-avers zijn. Maar tegelijkertijd kan altruïsme, managerial entrenchment en het vervolgen van niet-financiële doelstellingen deze kosten weer verhogen (Chua, Chrisman, Kellermanns, & Wu, 2011).

Er kan geconcludeerd worden dat private familiebedrijven eerder avers zijn ten opzichte van externe financiering. Zowel aandelenparticipatie als schuldfinanciering zijn niet in lijn met de niet-financiële objectieven die een familiebedrijf vooropstelt. Wel geeft de pecking order theorie aan dat wanneer de interne financiële middelen niet voldoen er toch schuldfinanciering, waaronder bankfinanciering, gebruikt zal worden.

2.1.3. Zero-leverage mysterie

Het zero-leverage mysterie stelt dat in studies is aangetoond dat verschillende bedrijven totaal geen gebruik maken van bankfinanciering of schulden in het algemeen ondanks dat dit fiscale voordelen met zich meebrengt. Strebulaev and Yang (2013) stellen hierbij dat familiebedrijven 6% meer geneigd zijn om de zero-leverage strategie toe te passen ten opzichte van niet-familiebedrijven. Dit valt te verklaren doordat familiebedrijven streven naar overleving op lange termijn (Ang, 1992). Zero-leverage bedrijven overleven gemiddeld 13% langer dan bedrijven die deze strategie niet volgen. Verder spelen ook de socioemotionele waarden van een bedrijf hier een rol. Familiebedrijven kunnen namelijk beslissen om de zero-leverage strategie toe te passen omdat schulden een faillissementrisico met zich meebrengt wat leidt tot een verlies van familiale eigendom en controle. Dit is in het algemeen niet in lijn met de doelstellingen van familiebedrijven wat als gevolg heeft dat sommige van deze bedrijven geen gebruik maken van bankschulden (Strebulaev & Yang, 2013). Tot slot stellen Bessler, Drobetz, Haller, and Meier (2013) dat het zero-leverage fenomeen van verschillende andere factoren kan afhangen. Macro-economische factoren zoals het taks- en rechtssysteem in landen en de industrie waar de bedrijven in actief zijn, kunnen een verklaring zijn waarom ondernemingen geen gebruik maken van bankschulden.

2.2. Belang van socioemotional wealth in private familiebedrijven

SEW zijn de niet-economische doelstellingen die familiebedrijven vaak nastreven maar die niet kunnen verklaard worden vanuit een economisch standpunt of financiële logica. De socio-emotionele waarden zitten zeer diep verankerd in een familiebedrijf want de familie linkt hun eigen identiteit zeer sterk aan dat van de organisatie en omgeving. Familiale invloed en controle, zich kunnen identificeren met het bedrijf, sociale binding, emotionele verbondenheid en de overdracht naar volgende generatie zijn hierin de belangrijkste doelstellingen. Wanneer deze objectieven bedreigd worden, dan is het bedrijf instaat acties te ondernemen die economisch niet logisch zijn (Berrone et al., 2012). Hierdoor heeft SEW in het algemeen een groot effect op de strategiekeuze binnen familiebedrijven. Berrone et al. (2012) stellen dat SEW uit 5 dimensies bestaat die benoemd worden aan de hand van het FIBER model. Elke letter van dit model is geassocieerd met een van de doelstellingen die hierboven reeds beschreven zijn. Om meer inzicht te verkrijgen in het topic omtrent SEW, worden deze verschillende dimensies kort toegelicht.

2.2.1. Dimensies van SEW

De eerste dimensie benadrukt de drang naar familiale controle en invloed binnen familiebedrijven. Familiale aandeelhouders hebben in het algemeen de neiging om de financiële resultaten ondergeschikt te stellen op het behoud van familiale controle en invloed. Dit is immers noodzakelijk om verdere SEW preservatie te kunnen nastreven (Berrone et al., 2012).

Vervolgens ziet men dat familieleden zich vaak identificeren met hun onderneming. Doordat in vele gevallen de familienaam verbonden is aan het familiebedrijf, kan negatieve informatie emotioneel zwaar vallen. Hierdoor zullen ze in het algemeen beslissingen nemen die de kans op negatieve informatie beperkt (Berrone et al., 2012).

Ten derde zijn zowel de interne als externe relaties voor een familiebedrijf belangrijk. Men wil een betrouwbaar netwerk opbouwen met zowel familieleden als niet-familieleden zodat iedereen binnen de onderneming de normen en waarden van het familiebedrijf overdraagt naar de buitenwereld. Hierdoor zullen familiebedrijven veel belang hechten aan het opbouwen en behouden van social capital (Berrone et al., 2012).

De voorlaatste dimensie omvat de emotionele verbondenheid. Binnen families zijn zowel verschillende positieve emoties zoals liefde en geluk als verschillende negatieve emoties zoals angst en eenzaamheid aanwezig. Doordat bij familiebedrijven de grens tussen familie en de onderneming beperkt is, kunnen familiaal gerelateerde emoties een belangrijke rol spelen in de beslissingen van een familiebedrijf (Berrone et al., 2012).

Tenslotte is de overdracht naar de volgende generatie een belangrijke dimensie. Familieleden zijn geneigd om een duurzame onderneming op te bouwen voor op lange termijn te kunnen overleven (Ang, 1992). Hierdoor zullen familiale ondernemingen vaak beslissingen nemen die in functie staan

van de overdracht naar de volgende generatie zodat de controle van het bedrijf in familiale handen blijft (Berrone et al., 2012).

2.2.2. SEW en het gebruik van schulden

Mishra and McConaughy (1999) stellen dat in het algemeen familiebedrijven minder diversifiëren omdat diversificatie vaak schulden met zich meebrengt die mogelijk de familiale controle kan verminderen wanneer deze schulden niet terugbetaald kunnen worden. Dit is een direct gevolg van de eerste dimensie hierboven beschreven. Door minder te diversifiëren lopen bedrijven mogelijk winstgevendere projecten mis wat negatieve gevolgen kan hebben voor de financiële prestaties van de onderneming (Kintana et al., 2010).

De relatie tussen het aangaan van schulden en de socio-emotionele waarden van een familiebedrijf is vooral van belang met betrekking tot het behoud van familiale invloed en controle. Wanneer schulden niet meer terugbetaald kunnen worden (risico op faillissement), valt de controle in handen van de externe financierder. Hierbij zal de familie ook persoonlijk grote verliezen leiden doordat een faillissement van het bedrijf ook schade toebrengt aan hun imago en reputatie (Kalm & Gomez-Mejia, 2016). Kortweg kan er geconcludeerd worden dat in familiebedrijven de financiële doelstellingen vaak ondergeschikt zijn aan de niet-financiële doelstellingen omdat men een verlies op gebied van SEW vaak erger vindt dan het niet behalen van de financiële objectieven (Kintana et al., 2010).

2.3. De effectiviteit van de Raad van Bestuur

In deze masterproef wordt er onderzocht hoe een RvB via zijn verschillende rollen een invloed kan hebben op het gebruik van bankfinanciering. Van Den Heuvel et al. (2006) stelt dat de RvB zowel een controlerende rol als een adviserende rol op zich kan nemen. In deze thesis wordt de nadruk gelegd op de controlerende rol doordat er verschillende agency conflicten kunnen ontstaan bij het gebruik van bankfinanciering in familiebedrijven (Voordeckers, Van Gils, & Van Den Heuvel, 2007). Om te zien in welke mate deze rol wordt uitgevoerd, moet de effectiviteit van de controle rol van een Raad van Bestuur in kaart worden gebracht. Een goed functionerende RvB kan door verschillende factoren bepaald worden: de samenstelling van de RvB, de taakprestaties en CEO dualiteit (Fama & Jensen, 1983; Van Den Heuvel et al., 2006). Dit geheel zal mogelijk invloed hebben op de relaties met betrekking tot het gebruik van bankfinanciering in private familiebedrijven.

Een eerste belangrijk punt dat de effectiviteit bepaald, is de samenstelling van de RvB. De RvB kan samengesteld zijn uit zowel afhankelijke als onafhankelijke bestuurders. Wanneer er in een RvB onafhankelijke bestuurders zetelen, kan dit verschillende positieve effecten hebben voor een familiebedrijf. Doordat een onafhankelijke bestuurder geen morele verbintenis heeft met het bedrijf, zal hij een objectievere kijk hebben op zaken die zich voordoen (Goel, Voordeckers, Van Gils, & Van Den Heuvel, 2013) . Zo kan een externe bestuurder ervoor zorgen dat de SEW-doelstellingen niet de bovenhand krijgen op de economisch verantwoorde beslissingen (Lievens,

2004). Echter worden bestuurders aangesteld door de aandeelhouders. Wanneer dit gereflecteerd wordt naar familiebedrijven zullen familiaal gecontroleerde bedrijven externe bestuurders kiezen die toch een relatie hebben met de familie waardoor het monitor effect en de onafhankelijkheid van de raad wordt beperkt (Jones, Makri, & Gomez-Mejia, 2008).

Een tweede belangrijk punt met betrekking tot de effectiviteit van de RvB zijn de taakprestaties van de bestuurders. De Raad van Bestuur wordt in de literatuur beschreven als een belangrijk orgaan dat zowel een adviserende als een controlerende functie kan innemen (Van Den Heuvel et al., 2006). In deze thesis wordt er vooral gefocust op de controlerende rol. Deze rol is gebaseerd op de agency theorie doordat er verschillende agency conflicten kunnen ontstaan binnen een onderneming. De controlerende rol van de RvB heeft als doelstelling om de interesses en doelstellingen van managers en aandeelhouders toch op dezelfde lijn te krijgen. In familiebedrijven kan dit gereflecteerd worden naar de doelstellingen die de CEO en actieve aandeelhouders willen nastreven en de objectieven die passieve aandeelhouders prefereren. In het algemeen verkiezen familiale CEO's en actieve familiale aandeelhouders om niet-financiële doelstellingen na te streven terwijl passieve aandeelhouders vaak rendement verkiezen boven SEW (Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2011). Dit toont aan dat wanneer de controlerende rol efficiënt wordt uitgevoerd binnen een familiebedrijf, men meer rekening gaat houden met de financiële doelstellingen in de strategiekeuze. Mogelijk gevolg hiervan is dat rendabele projecten, ondanks een gebrek aan eigen financiële middelen, toch worden uitgevoerd door gebruik te maken van bankfinanciering.

Tenslotte speelt ook CEO dualiteit een belangrijke rol binnen de effectiviteit van de RvB. In familiebedrijven is de CEO vaak ook de voorzitter van RvB. Wanneer de CEO iemand van de familie is, zal de familie hun eigen controle versterken waardoor er minder invloeden van buitenaf mogelijk zijn (Bartholomeusz & Tanewski, 2006). Het behouden van SEW zal hierdoor mogelijk nog nadrukkelijker aanwezig zijn.

3. Hypotheseontwikkeling

3.1 Welk effect hebben de niet-financiële doelstellingen op het gebruik van bankfinanciering?

Het is van belang om het concept omtrent SEW nader te bekijken en de mogelijke effecten op het gebruik van bankfinanciering te onderzoeken. De socioemotionele waarden voor een familiebedrijf zijn meer intrinsiek, zij zitten diep psychologisch verankerd. SEW suggereert dat familiebedrijven meer gemotiveerd zijn om de niet-financiële doelstellingen, die belangrijk zijn voor de familiale eigenaars, te vrijwaren. Familiale invloed en controle, zich kunnen identificeren met het bedrijf, sociale binding en emotionele verbondenheid zijn hierin de belangrijkste objectieven (Berrone et al., 2012). De eigenaars zullen hierdoor beslissingen nemen op een manier zodanig dat het familiaal erfgoed van het bedrijf gevrijwaard blijft en waardoor de controle behouden wordt (Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Kathyrn, & Moyano-Fuentes, 2007). Wanneer er bedreigingen ontstaan op dit erfgoed, dan is het familiebedrijf bereid om beslissingen te nemen die niet gedreven zijn door economische logica. Het centrale punt van SEW is dat wanneer er hoge betrokkenheid van de familie is, het bedrijf meer geneigd is te gaan kijken welke risico's nieuwe projecten met zich meebrengen die de niet-financiële doelstellingen zouden schaden in plaats van naar de potentiële financiële winsten te kijken (Berrone et al., 2012).

Volgens de behavioral agency theorie is de familie bereid om strategische keuzes te maken om verliezen op gebied van SEW te vermijden ook al brengt dit een kost met zich mee. Risico-aversheid op basis van SEW staat boven risico-aversheid ten opzichte van financiële verliezen (Berrone et al., 2012). Belangrijke onderdelen hierin zijn het verlangen naar controle over het bedrijf en gegarandeerde veiligheid voor latere generaties (familiale eigendom), wat beiden duidt op risico-aversie en conservatisme (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

Hierbij stellen Kintana et al. (2010) dat een familiaal gecontroleerd bedrijf de neiging heeft om minder te diversifiëren, zelfs als dit meer risico met zich meebrengt voor de onderneming. De reden hiervoor is dat diversifiëren de familiale controle doet afnemen waardoor de familie zelf minder invloed kan uitoefenen. Met diversificatie wordt er bedoeld dat men geld zoekt via schulden of aandelenparticipatie (Kalm & Gomez-Mejia, 2016).

Dit conservatief gedrag draagt ertoe bij dat familiebedrijven minder risico's nemen omtrent entrepreneurship (Naldi et al., 2007). Entrepreneurship wordt gezien als een construct waarbij innovatie, risico nemen en proactief beleid 3 cruciale pijlers zijn. Een dergelijk ondernemingsgezinde oriëntatie van een bedrijf leidt meestal tot betere bedrijfsprestaties waarbij de toegang tot financiële bronnen een positief effect heeft op deze relatie (Wiklund et al., 2005). Wanneer dit gereflecteerd wordt naar familiebedrijven, waar de socioemotionele waarden vaak worden nagestreefd, ziet men dat deze ondernemingsgezinde oriëntatie laag is (Schepers, Voordeckers, Steijvers, & Laveren, 2014). Dit betekent dat wanneer er veel belang gehecht wordt aan het behoud van SEW, familiebedrijven mogelijk minder externe financiële bronnen aanspreken om ondernemerschap te stimuleren en zo de bedrijfsprestaties te verbeteren (Cruz et al., 2012).

Dus er kan gesteld worden dat SEW een zekere invloed heeft op het gebruik van bankfinanciering. Familiebedrijven zouden schulden willen vermijden wanneer dit een verhoging van monitoring en meer controle door crediteurs met zich meebrengt. Familiale controle is immers zeer belangrijk voor familiale ondernemingen (Ampenberger, Schmid, Achleitner, & Kaserer, 2013; Berrone et al., 2012). Maar ook vanuit het risico-perspectief, zoals een mogelijk faillissement bij het niet kunnen terugbetalen van de schulden, wordt bankfinanciering vermeden (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2013). Hiernaast ziet men ook dat wanneer SEW hoog is binnen familiebedrijven er minder gediversifieerd wordt. Dit sluit aan bij de risico-aversheid en de wens tot controlebehoud binnen dergelijke bedrijven zodat men minder snel geneigd is om bankfinanciering te gebruiken (Kintana et al., 2010). Aan de hand hiervan wordt de volgende hypothese gesteld:

Hypothese1: Het nastreven van het behoud van SEW binnen een familiebedrijf is negatief gerelateerd met het gebruik van bankfinanciering.

3.2 Hoe beïnvloedt het type van CEO (familie vs extern) het effect van SEW op gebruik van bankfinanciering?

Omdat een CEO een belangrijke schakel is in de strategiekeuze binnen een bedrijf, wordt het effect van de identiteit van de CEO op de mate van gebruik van bankfinanciering binnen een familiebedrijf beoordeeld. De upper echelons theorie (Hambrick, 2007) stelt dat de identiteit van de CEO (familie of extern) bijdraagt tot een groot onderscheid in de strategie en prestatie van een bedrijf (D. Miller, Minichilli, & Corbetta, 2013). Financieringsbeslissingen zijn een belangrijk onderdeel van de strategie waardoor deze identiteit mogelijk ook een significant effect heeft op de relatie tussen SEW en het gebruik van bankfinanciering.

CEO's die deel uitmaken van de familie worden beïnvloed door niet-financiële objectieven (Gómez-Mejía et al., 2007). Niet-familiale CEO's, die minder gedreven worden door familiale emoties, zouden daarentegen op financieel gebied beter presteren dan familiale CEO's (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007). Maar de agency theorie stelt wel dat externe CEO's meer geneigd zijn naar opportunisten wat een positief effect heeft op het niveau van risico nemen (Denis, Denis, & Sarin, 1997; Fama & Jensen, 1983).

Dit bedrijfsrisico kan opgesplitst worden in 2 verschillende risico's. Familiebedrijven accepteren meestal een hoger niveau van risico op ondermaatse prestaties maar zijn meer avers ten opzichte van ondernemingsrisico (Huybrechts et al., 2013). Ondernemingsrisico houdt immers in dat bedrijven op zoek gaan naar nieuwe opportuniteiten die mogelijk een onzekere uitkomst hebben waardoor men verlies zou leiden op gebied van SEW (Gómez-Mejía et al., 2007). Omdat in private familiebedrijven de CEO een groot deel van de strategische controle heeft, hebben deze CEO's een significante invloed op dit ondernemingsrisico (Harris & Ogbonna, 2007). Een familiale CEO met veel eigenaarschap zal vervolgens een laag niveau van ondernemingsrisico aannemen omdat hij zelf de controle wil behouden en SEW probeert te vrijwaren. Hierdoor zal SEW een nog sterker effect hebben op de financieringsbeslissingen binnen familiebedrijven. Gevolg hiervan is dat ze nog

minder geneigd zijn bankfinanciering te gebruiken om nieuwe projecten te realiseren met onzekere returns (Jensen & Meckling, 1976). Er kan gesteld worden dat het effect van SEW op de beslissing met betrekking tot bankfinanciering meer zal doorwegen bij de familiale CEO.

Een externe manager daarentegen heeft deze incentives veel minder waardoor deze geneigd is om net meer ondernemingsrisico te nemen (Huybrechts et al., 2013). Gómez-Mejía et al. (2007) stellen dat een externe CEO zich minder laat leiden door SEW en zich meer focust op de financiële prestaties van de onderneming. Ze zijn minder risico-avers omdat ze veel minder affiniteit hebben met de onderneming en de controlerende familie waardoor de SEW doelstellingen minder in acht worden genomen in hun financieringsbeslissingen.

Hypothese 2: De externe CEO reduceert het negatieve effect van SEW op het gebruik van bankfinanciering.

3.3 Welke invloed heeft de generatie van de familiale CEO op het gebruik van bankfinanciering?

Een familiale CEO wordt geassocieerd met een minder risicovol beleid dat in functie staat om de SEW doelstellingen te vrijwaren (Gómez-Mejía et al., 2007). Ook de agency theory kan verlegd worden naar deze familiale CEO. Hierbij stelt zich het probleem dat vooral bij latere generaties een doelstellingenconflict ontstaat tussen de familiale CEO (die CEO en aandeelhouder is) en familiale aandeelhouders die geen rol spelen in het management. Dit kan leiden tot verschillende situaties dat in ieder bedrijf een andere vorm kan aannemen. Zo kunnen CEO's uit latere generaties mogelijk hun eigen financiële belangen vooropstellen of willen zij net meer niet-economische doelstellingen behalen terwijl de passieve aandeelhouders eerder financiële doelstellingen willen nastreven om rendement te verkrijgen (Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001). De agency conflicten verschillen naargelang de fase van eigendom. Deze fasen worden in de volgende paragrafen besproken.

Een oprichter CEO is meer risico-avers omdat een groot deel van zijn kapitaal in de onderneming vervat zit. De focus van deze mensen is gericht op waardecreatie om hun bedrijf op termijn te kunnen overdragen aan de volgende generatie (Ang, 1992). Een familiebedrijf dat wordt geleid door oprichters zouden meer avers zijn ten opzichte van faillissement omdat er financieel veel voor hun op het spel staat. Er zitten meestal veel eigen middelen in de onderneming waardoor ze eerder avers zijn ten opzichte van het gebruik van bankfinanciering (Mishra & McConaughy, 1999). Ook zijn de agency kosten hier meestal beperkt doordat de eigenaar hier vaak ook als manager fungeert (Fama & Jensen, 1983).

In de tweede generatie staat de familiale CEO in voor zowel zijn eigen welvaart als die van zijn broers of zussen. De moeilijkheid voor deze CEO is dat er meer agency problemen opduiken doordat het eigendom verdeeld is tussen meerdere familieleden. Vaak brengt dit met zich mee dat ze hun eigen welvaart laten primeren ten opzichte van de hele familie. Dit altruïstisch gedrag kan leiden tot tegenstrijdige doelstellingen tussen de verschillende familieleden en de familiale CEO

waardoor mogelijk niet de meest optimale economische beslissingen worden genomen voor het bedrijf (Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino, 2005). Het altruïsme kan er voor zorgen dat een familiale CEO toch geneigd is om extra bankfinanciering aan te gaan wanneer dit in zijn eigen voordeel speelt ondanks de aanwezigheid van familiale aandeelhouders met eerder een negatieve ingesteldheid t.o.v. bankfinanciering (Schulze et al., 2003).

Wanneer een onderneming in handen is van latere generaties zijn de aandelen meestal nog meer verspreid dan voordien. Hierdoor zullen de agency kosten verder oplopen doordat de CEO sneller geneigd is naar opportunistisch gedrag. Hij zal namelijk slechts een deel van de kosten dragen wanneer zijn beslissingen leiden tot slechte resultaten. Zo stellen Voordeckers et al. (2007) dat vanaf de derde generatie alle familieleden minder risico avers zijn, wat kan impliceren dat een familiale CEO hier sneller geneigd is om bankfinanciering te gebruiken.

Er kan geconcludeerd worden dat de agency conflicten naargelang de levensfase van het bedrijf oplopen terwijl familieleden minder risico avers worden. Een oprichter CEO is namelijk heel risico avers en conservatief ten opzichte van het gebruik van bankschulden terwijl opvolger CEO's dit gedrag minder vertonen en meer kijken naar persoonlijke belangen (Mishra & McConaughy, 1999; Schulze et al., 2003). Hierdoor kan er verondersteld worden dat een oprichter CEO minder gebruik zal maken van bankfinanciering dan CEO's in latere generaties.

Hypothese 3: Een oprichter CEO zal minder gebruik maken van bankfinanciering dan familiale CEO's in latere generaties.

3.4 Hoe kan een Raad van Bestuur in familiebedrijven een rol spelen in de keuze van de CEO voor het gebruik van bankfinanciering?

Verschiedende corporate governance structuren schenken aandacht aan de interne structuur en processen. Deze zijn belangrijk bij de regeling van bijvoorbeeld het beslissingsproces, de verantwoordelijkheden, het bestuur en het gedrag van het topmanagement (Ediriweera, AM, & Heenetigala, 2015). In deze thesis wordt er gefocust op de Raad van Bestuur, wat slechts een deel is van de hele governance praktijk, maar die een belangrijke rol kan spelen in het gebruik van bankfinanciering.

Jaskiewicz and Klein (2007) stellen dat de RvB als belangrijkste taak heeft om het management van private bedrijven te controleren en te adviseren. De controlefunctie vloeit voort uit de agency theorie. Hieruit blijkt dat er verschillende doelstellingconflicten zijn binnen een onderneming. Wanneer dit naar familiebedrijven gereflecteerd wordt, ziet men dat SEW vaak de bovenhand krijgt op de bedrijfsprestaties (Berrone et al., 2012). Vanuit dit perspectief dient de RvB als een intern controlesysteem dat bedoelt is om de continuïteit van de onderneming te overzien. Er wordt dus verwacht van de RvB om de strategie die het management initieert en implementeert goed te keuren en te controleren (Jensen & Meckling, 1976). De financieringsbeslissingen van een bedrijf zijn een belangrijk onderdeel binnen de strategie van een onderneming. In het algemeen is SEW zo nadrukkelijk aanwezig in de strategie van familiebedrijven dat de financieringsbeslissingen hierop

worden afgestemd (Kintana et al., 2010; Schepers et al., 2014). Dus wanneer een RvB de controlefunctie effectief uitvoert, zullen de financieringsbeslissingen mogelijk meer in lijn liggen met de belangen van de stakeholders waardoor het negatieve effect van SEW op het gebruik van bankfinanciering mogelijk wordt teruggedrongen.

Verder stelt de stakeholder theorie dat een RvB ook een onderhoudende rol kan opnemen. Dit is in familiebedrijven vooral bedoeld om de conflicten, die ontstaan door de verschillende doelen en belangen tussen het bedrijf en de familie, te reduceren (Voordeckers et al., 2007). Een effectieve RvB zal zorgen voor een objectieve kijk naar zowel de doelstellingen van de familie als de belangen van de onderneming (Bammens et al., 2011). Zoals in de eerste hypothese werd aangehaald, gaan familiebedrijven vaak economisch nadelige beslissingen nemen wanneer de niet-financiële doelstellingen van de familie worden bedreigd. Hierdoor zou SEW een negatief effect hebben op het gebruik van bankfinanciering. Een effectieve RvB zou door zijn onderhoudende rol dit negatieve effect kunnen reduceren doordat hij de belangen van zowel actieve als passieve aandeelhouders en andere stakeholders objectief zal beoordelen en toepassen op de financieringsbeslissingen van de onderneming.

Hypothese 4a: Een effectief controlerende RvB zal het negatieve effect van SEW op het gebruik van bankfinanciering reduceren.

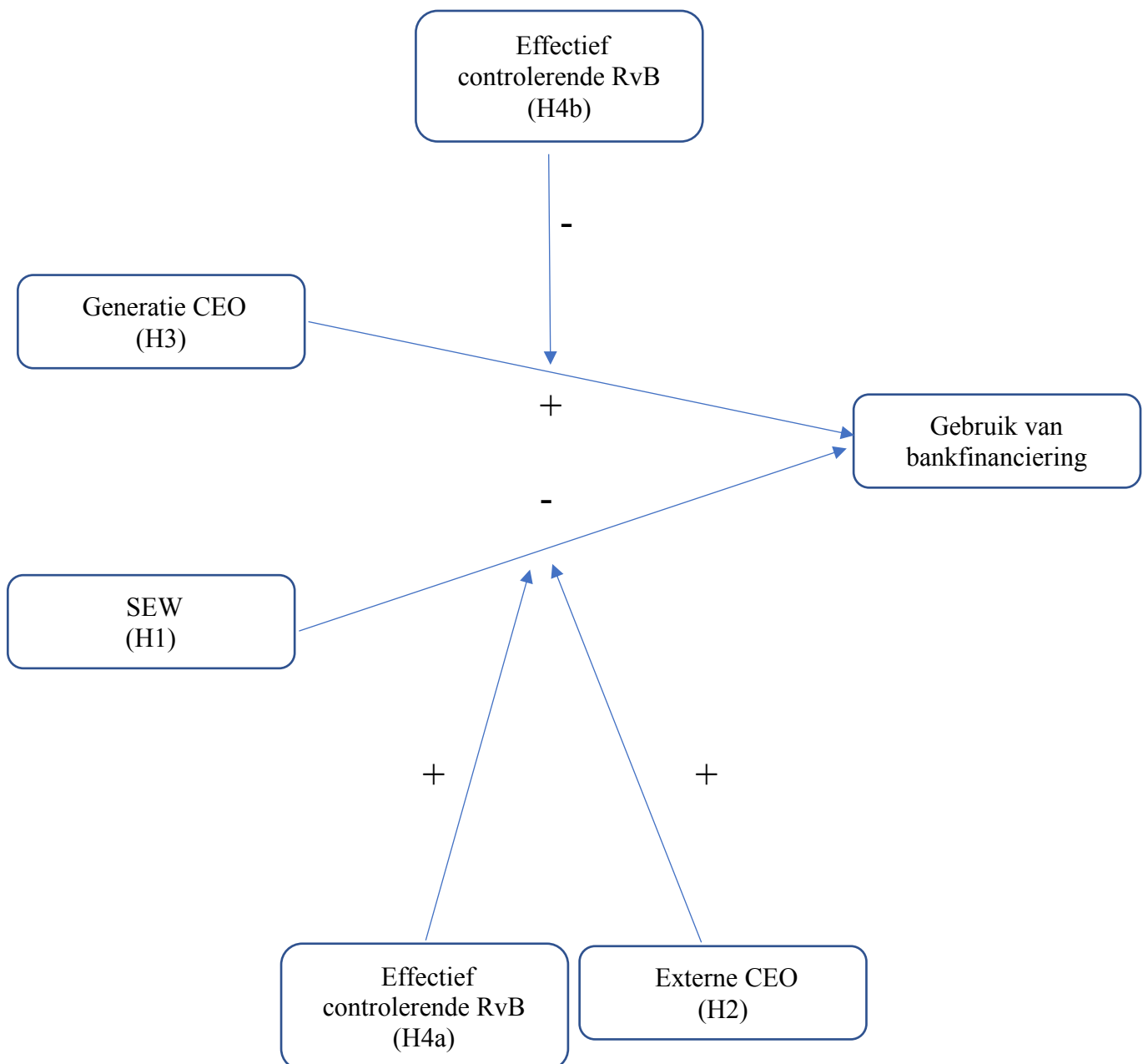
Een oprichter CEO heeft meestal de gehele controle in handen waardoor hij de volledige verantwoordelijkheid heeft over de beslissingen van de onderneming. Ook streeft hij naar lange termijn overleving om de onderneming over te geven aan volgende generaties (Ang, 1992). De agency kosten zijn in deze situatie zeer beperkt doordat de interesses en belangen van de manager en eigenaar op éénzelfde lijn liggen aangezien dit alles door één persoon wordt uitgevoerd. De oprichter CEO zal alle gevolgen van zijn beslissingen zelf dragen waardoor hij zal handelen in het belang van de onderneming zodat de controle rol van een RvB hier minder van toepassing zal zijn (Jensen & Meckling, 1976; Schulze et al., 2001). De adviserende taak zal hier meer nut hebben doordat de RvB kan gebruikt worden als bron van expertise en ervaring (Huse, 2005).

Over generaties heen ziet men dat het aantal conflicten binnen een familiebedrijf verhoogt. Vooral de discussie omtrent de doelstellingen en strategieën zorgen voor onenigheid. Dit komt doordat het aandeelhouderschap door de jaren heen steeds meer verspreid geraakt waardoor de familieleden verschillende visies ontwikkelen (Lubatkin et al., 2005). Familiale CEO's zullen namelijk geneigd zijn hun eigen interesses na te streven in plaats van die van de gehele familie. Hierdoor zullen de agency kosten verhogen doordat de interesses van de eigenaars en de manager niet meer op éénzelfde lijn liggen. Verder zorgt de verspreiding van eigendom ervoor dat de CEO slechts een deel van de kosten draagt van slechte beslissingen. Gevolg hiervan is dat over de generaties heen meer nood is aan controle door de RvB om het opportunistisch gedrag in te perken (Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2008). Men zal namelijk proberen om de belangen van de verschillende partijen in gedachte te nemen om de strategie, waaronder de financieringsbeslissingen, te bepalen

en goed te keuren (Bammens et al., 2011). Een effectief controlerende RvB zal hierdoor het positieve effect van CEO's in latere generaties op het gebruik van bankfinanciering reduceren.

Hypothese 4b: Een effectief controlerende RvB zal het positieve effect van een familiale CEO uit een latere generatie op het gebruik van bankfinanciering reduceren.

3.5. Conceptueel model



4. Data en variabelen

4.1 Data set

In dit onderzoek worden de hypothesen afgetoetst door middel van een kwantitatief onderzoek. De analyse is gebaseerd op de enquête die in 2015 afgenomen werd bij 544 (familiale) eigenaars van KMO's. De enquête verzamelt informatie over governance, bedrijfskenmerken, CEO karakteristieken en overdrachtspistes. Aangezien 458 van de 544 respondenten beschouwd kunnen worden als een familiebedrijf, geeft deze enquête voldoende informatie om de opgestelde hypothesen te onderzoeken.

De resultaten van de enquête bevatten informatie over de familiebedrijven en de variabelen die van toepassing zijn op het conceptueel model. Verder kunnen de resultaten van de enquête gekoppeld worden aan de gegevens van de Bel-first databank waardoor de financiële data van de ondernemingen geïntegreerd kunnen worden. Voor 430 van de 458 familiebedrijven is voldoende informatie gevonden om het onderzoek te voeren.

4.2. Variabelen

4.2.1. Afhankelijke variabelen

Het empirisch onderzoek van deze masterproef is gericht op de rol van de CEO in het gebruik van bankfinanciering binnen private familiebedrijven. Hierbij is zowel in de hypothesen als het conceptueel model duidelijk geformuleerd dat het gebruik van bankfinanciering als afhankelijke variabele wordt beschouwd. In het onderzoek wordt er een onderscheid gemaakt tussen lange termijn en korte termijn bankfinanciering. Beiden worden respectievelijk uit de balansposten 'kredietinstellingen hoger dan één jaar' en 'kredietinstellingen < 1 jaar' van de ondernemingen gehaald. In de analyse wordt bankfinanciering op lange termijn geformuleerd als variabele 'KredietLT' en bankfinanciering op korte termijn als 'KredietKT'. Door de resultaten van deze twee variabelen te vergelijken kunnen zowel de effecten op korte- als langetermijn in kaart worden gebracht. Van deze twee variabelen wordt telkens het logaritme gebruikt om de scheefheid te verminderen. Maar omdat verschillende bedrijven geen bankfinanciering gebruiken en het logaritme van nul onbepaald is, wordt er één bijgeteld. Dit zal geen significante invloed hebben op de uiteindelijke resultaten (Chua et al., 2011).

4.2.2. Onafhankelijke variabelen

In de eerste hypothese wordt socioemotional wealth (SEW) geformuleerd als onafhankelijke variabele die getest moet worden. Zoals in sectie 2.2. beschreven, bestaat SEW uit 5 dimensies (FIBER). Het is aan de hand van deze dimensies dat SEW gemeten zal worden. Berrone et al. (2012) stellen dat elk van deze dimensies kan gemeten worden door specifieke items te bevragen aan de geënquêteerden. De items zijn opgesteld aan de hand van een 5 punt likertschaal waarbij de geënquêteerden kunnen antwoorden gaande van helemaal niet akkoord (1) tot helemaal

akkoord (5). Enkele van deze items zijn in de enquête opgenomen waarvan het gemiddelde zal genomen worden om de verschillende dimensies te meten.

Item	Dimensie	Variabele
De familieleden, die betrokken zijn bij het familiebedrijf, bepalen in belangrijke mate de strategische richting die het bedrijf zal uitgaan	F	SEWF
In dit bedrijf is het essentieel om familiale controle en onafhankelijkheid van het familiebedrijf te bewaren	F	
De familieleden, die bij het familiebedrijf betrokken zijn, hebben een sterke verbondenheid met het bedrijf	I	SEWI
Familieleden vertellen met trots dat ze deel uitmaken van het familiebedrijf	I	
Niet-familieleden, actief in het familiebedrijf, worden behandeld als deel van de familie	B	SEWB
Wederzijds vertrouwen is de basis van het zaken doen met leveranciers, klanten... in het familiebedrijf	B	
Het familiebedrijf is actief in het promoten van sociale activiteiten op samenlevingsniveau	B	
Het is essentieel dat het de familieleden, die betrokken zijn bij het familiebedrijf, goed gaat	E	SEWE
De emotionele banden tussen familieleden in het bedrijf zijn zeer sterk	E	
Familiale eigenaars zien hun investering in het familiebedrijf als een lange termijn investering	R	SEWR
Succesvolle overdracht naar de volgende generatie is een belangrijk doel voor het familiebedrijf	R	
Het behouden van het familie-erfgoed en tradities is een belangrijke doelstelling voor het familiebedrijf	R	

In de analyse zal zowel elke dimensie apart getest worden als het gehele construct SEW. Doordat in deze masterproef de nadruk wordt gelegd op zowel het behoud van familiale controle en eigendom als de overdracht naar de volgende generatie, worden vooral deze twee dimensies belangrijk in de analyse. Bankfinanciering brengt immers een faillissementsrisico met zich mee waardoor mogelijk de familiale controle verdwijnt en de overdracht naar volgende generaties in het gedrang komt. Hierdoor zal vooral het effect van de "F" en "R" dimensies op het gebruik van bankschulden getoond worden in de resultaten. De verschillende variabelen staan benoemd in de bovenstaande tabel. Het gehele construct zal benoemd worden als "SEW".

Voor de derde hypothese wordt het effect van de generatie van de familiale CEO op het gebruik van bankfinanciering onderzocht. Hierbij zullen verschillende binaire variabelen geformuleerd

worden. Namelijk de variabele 'Oprichter' zal 1 zijn wanneer het gaat om een oprichter CEO en 0 voor andere generaties. Zo kan het effect van de oprichter CEO geïnterpreteerd worden ten opzichte van latere generaties. Wanneer het familiebedrijf wordt geleid door iemand uit de tweede generatie of later zal de variabele 'opvolger' 1 zijn en 0 voor andere generaties. Verder wordt ook het effect van familiale CEO's uit de derde generatie of later getest ten opzichte van eerdere generaties. Hierdoor kan er getest worden als familiale CEO's vanaf de derde generatie effectief minder risico-avers zijn. Hiervoor zal de variabele 'GenX' 1 zijn als de CEO zich na de tweede generatie bevindt en 0 als het gaat om een eerste of tweede generatie CEO.

4.2.3. Modererende variabelen

Voor de tweede hypothese wordt de invloed van een externe CEO op de relatie tussen SEW en het gebruik van bankfinanciering getest. De variabele 'CEO_extern' zal gelijk zijn aan 1 wanneer de CEO van het familiebedrijf geen onderdeel van de familie uitmaakt en 0 als het gaat om een familiale CEO.

Tenslotte wordt de invloed van de effectiviteit van de controlerol van de RvB in beide relaties getest. Deze variabele is op twee mogelijke manieren te meten. In de enquête werd aan de respondenten, aan de hand van verschillende stellingen, gepeild in welke mate het actieve bestuursorgaan deze taak uitvoert. Deze stellingen zijn bevestigd door middel van een 5 punt Likert schaal waarbij de respondenten, zoals in het onderzoek van Van Den Heuvel et al. (2006), hebben geantwoord gaande van zeer weinig (1) tot zeer veel (5). Er wordt een gemiddelde van de volgende 6 stellingen genomen om dit construct te meten. Deze variabele zal benoemd worden als 'Controle2'.

- Rekruteren van nieuwe managers
- Bepalen van het verloningsbeleid van het management
- Evalueren en controleren van de prestaties van het management
- Maximaliseren van de aandeelhouderswaarde
- Problemen m.b.t de opvolging rapporteren en oplossen
- Bepalen van verantwoordelijkheden van het management

Alsook kan deze variabele gemeten worden op basis van de samenstelling van de RvB. Hierbij zullen drie bestuurskenmerken gebruikt worden om de effectiviteit te meten. Zoals in sectie 2.3 beschreven, zijn de grootte van de RvB, de proportie van onafhankelijke bestuurders en CEO dualiteit 3 goede maatstaven om de effectiviteit van RvB te meten. De literatuur stelt dat de grootte en de onafhankelijkheid van de RvB een positieve invloed hebben op de effectiviteit doordat dit extra controle biedt. CEO dualiteit daarentegen kan de invloed en de kracht van de RvB verminderen doordat de CEO dan zelf verantwoordelijk is voor zijn eigen controle. Deze 3 maatstaven worden zowel apart als samen geformuleerd als variabelen en getest in de regressies. Om de maatstaven samen te kunnen meten wordt er gebruik gemaakt van dummy variabelen. De dummy 'Aantal_RvB' zal 1 zijn wanneer het aantal bestuurders hoger is dan het gemiddelde van de totale steekproef en 0 wanneer niet. Ook de dummy 'Ratio_Ext' zal 1 zijn wanneer de proportie

onafhankelijke bestuurders groter is dan het gemiddelde en 0 wanneer niet. Tenslotte zal de dummy 'CEO_GeenDual' 1 zijn wanneer er geen CEO dualiteit is en 0 wanneer wel. Geen CEO dualiteit zal namelijk bijdragen tot een meer effectieve RvB. Van deze 3 dummy variabelen wordt de som genomen en wordt als 'Controle 1' geformuleerd (Azouzi & Jarboui, 2013; Bartholomeusz & Tanewski, 2006; Fama & Jensen, 1983; Goel et al., 2013; Van Den Heuvel et al., 2006).

Vervolgens wordt er voor zowel 'Controle1' als 'Controle2' een onderscheid gemaakt wanneer de controle hoog of laag is. Zo worden er twee binaire variabelen geconstrueerd voor beiden. 'Controle1hoog' zal 1 zijn wanneer de waarde van 'controle1' hoger is dan zijn mediaan en 0 wanneer niet. 'Controle1laag' daarentegen zal 1 zijn wanneer 'controle1' lager is dan zijn mediaan en 0 wanneer niet. Voor 'Controle2' zal hetzelfde worden gedaan. Dit zal ons in staat stellen om het effect van de onafhankelijke variabelen op het gebruik van bankfinanciering te interpreteren wanneer de controle van de RvB hoog of laag is.

Wanneer de maatstaven apart getest worden, zal voor de grootte en de proportie onafhankelijke bestuurders van de RvB de nominale waarden gebruikt worden. De grootte van de RvB zal namelijk gemeten worden door het aantal bestuurders aanwezig binnen de RvB en zal geformuleerd worden als 'Grootte_RvB'. Vervolgens zal de proportie onafhankelijke bestuurders gemeten worden door de ratio van onafhankelijke bestuurders ten opzichte van de totale grootte van de RvB. Deze variabele zal als 'Prop_Ext' beschreven worden. Tenslotte zal CEO dualiteit ook hier een dummy variabele zijn. Wel zal de variabele 'CEO_Dual' hier 1 zijn wanneer er CEO dualiteit is en 0 wanneer niet. Meerdere metingen worden dus toegepast om de hypothesen te testen.

4.2.4. Controle variabelen

Om een optimale analyse te kunnen uitvoeren worden er ook controle variabelen toegevoegd. Een eerste controlerende variabele die gebruikt zal worden is de bedrijfsgrootte aangezien dit een impact kan hebben op de vraag naar bankfinanciering. Als proxy wordt het balanstotaal van elke onderneming gebruikt. Hiervan wordt het natuurlijke logaritme genomen om een normale verdeling van de gegevens te krijgen. Deze variabele wordt in de resultaten benoemd als 'bedrijfsgrootte'. Vervolgens zal ook de leeftijd van de onderneming, in het verdere verloop geformuleerd als 'leeftijd', gebruikt worden ter controle doordat oudere ondernemingen mogelijk over meer interne financiële middelen beschikken. Dit zal bepaald worden aan de hand van het aantal jaren dat de onderneming bestaat. Ook van deze variabele zal het logaritme genomen worden om een normale verdeling te verkrijgen (Crocì, Doukas, & Gonenc, 2011; Yen, Lin, Chen, & Huang, 2015). Ten derde zal de groei opgenomen worden. Dit zal gemeten worden aan de hand van de groei in het balanstotaal ten opzichte van vorig jaar (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). Deze variabele zal als 'groei' beschreven worden.

Verder wordt ook de winstgevendheid gebruikt als controle variabele. Hierbij zal de ROA van het bedrijf gebruikt worden als proxy. ROA geeft de winstgevendheid van de onderneming weer na belastingen en wordt geformuleerd als netto winst/totale activa. Dit wordt in het verdere verloop geformuleerd als 'ROA'. Ook wordt er gecontroleerd voor de activastructuur van de onderneming

aangezien een onderneming die veel onderpand kan bieden makkelijker een lening kan verkrijgen. Dit wordt berekend door de ratio van de materiële vaste activa en de totaal activa van de onderneming (Crocì et al., 2011). Deze variabele zal in de resultaten als 'activastructuur' benoemd worden. Tenslotte wordt ook de sector in beschouwing genomen. Aan de hand van het NACE nummer worden er 4 binaire variabelen opgesteld waarin de ondernemingen worden verdeeld. 'Productie' staat voor productiebedrijven, 'Bouw' zijn bedrijven gevestigd in de bouw, 'Handel' zijn handelsondernemingen en 'Diensten' zijn dienstverlenende bedrijven (Huybrechts et al., 2013). Een overzicht van alle variabelen met bijbehorende metingen kan steeds geraadpleegd worden in bijlage 1.

4.3. Data analyse

In deze analyse wordt de ordinary least square (OLS) regressiemethode toegepast om het onderzoek te voeren. OLS stelt ons in staat om het verschil in gebruik van bankfinanciering bij familiebedrijven te meten waardoor de resultaten een beeld geven welke variabelen een invloed hebben op de mate van gebruik van bankschulden. De variabele 'externeCEO' wordt in de regressies buiten beschouwing gelaten aangezien er maar 4 externe CEO's aanwezig waren in de dataset:

Om de verschillende hypothesen te kunnen testen wordt er ook een interactie toegevoegd om het modererende effect van de controlerol van de RvB te meten. De interactie term is een variabele geconstrueerd als het product van de onafhankelijke variabelen (SEW, GeneratieCEO) en de modererende variabele (controle rol van de RvB). Verder worden de modellen ook uitgevoerd met de verschillende dimensies van SEW apart en 'GenX'. Tenslotte zullen de modellen ook uitgevoerd worden met de verschillende variabelen die de effectiviteit van de controlerol van een RvB meten. Enkel de meest relevante resultaten zullen opgenomen worden in de resultaten.

5. Resultaten

5.1. Beschrijvende analyse

De beschrijvende resultaten en de correlatiematrix zijn terug te vinden in respectievelijk tabel 1 en tabel 2. Bij de resultaten in tabel 1 zijn de gegevens reeds gecontroleerd op outliers. Doordat er een groot aantal outliers aanwezig waren, zijn deze naar de grenswaarden gebracht zodat ze nog steeds deel uitmaken van data en ook verwerkt zijn in de resultaten. De grenswaarden werden bepaald door het gemiddelde van de variabele plus of min 3 keer zijn standaardafwijking te doen. Deze procedure werd gevolgd voor de variabelen 'KredietLT', 'KredietKT', 'Grootte', 'Leeftijd', 'ROA' en 'Groei' omdat de cijfers van deze variabelen rechtstreeks uit de Bel-first databank werden gehaald en extreme waarden bevatten.

Een familiebedrijf in deze sample is gemiddeld 35 jaar oud en heeft een gemiddeld actief van bijna 5,4 miljoen. Verder is het opmerkelijk dat bankschulden op minder dan 1 jaar gemiddeld gezien één derde (150.000 euro) minder zijn dan de lange termijn bankschulden. Daarnaast toont tabel 1 aan dat familiebedrijven belang hechten aan het behoud van socioemotionele waarden zoals Berrone et al. (2012) stelden. Op een maximum van 5 hebben de bedrijven een gemiddelde SEW waarde van 3,9. Verder stelt 'CEO_Dual' dat in 82% van de bedrijven de CEO ook de voorzitter van de RvB is. Dit hoge cijfer is in lijn met de studie van Van Den Heuvel et al. (2006) waar in 76% van de bedrijven CEO dualiteit aanwezig was. Vervolgens zien we bij de mediaan van 'KredietKT' dat meer dan helft van de totale steekproef geen bankschulden op korte termijn heeft. Hierdoor zal voor deze afhankelijke variabele naast de OLS methode ook de Logit methode gebruikt worden om de regressies uit te voeren. Hierbij zal een binaire variabelen worden opgesteld die 0 zal zijn wanneer een familiebedrijf geen korte termijn bankschulden heeft en 1 wanneer wel. Tenslotte zien we dat maar liefst 49% van de bedrijven nog onder het bewind vallen van een oprichter CEO.

De correlatiematrix (tabel 2) toont aan dat er een significante positief verband is tussen 'controle1', 'controle2' en 'KredietLT'. Dit suggereert dat wanneer een bedrijf meer bankschulden op lange termijn aangaat, er ook meer controle zal komen vanuit de RvB. Verder is ook de grootte van het bedrijf positief gecorreleerd met zowel 'KredietLT' als 'KredietKT'. Dit suggereert dat hoe groter het bedrijf is, hoe meer bankschulden er aanwezig zullen zijn zowel op korte als op lange termijn. Vervolgens is er ook een positief significant verband te zien tussen 'KredietLT' en 'SEW'. Dit impliceert dat bedrijven die meer SEW nastreven, meer bankschulden op lange termijn gebruiken. Dit is niet conform hypothese 1 waarbij verwacht werd dat SEW eerder negatief gecorreleerd ging zijn met het gebruik van lange termijn bankfinanciering. Mogelijk zal dit effect ook te zien zijn in de resultaten van de regressies. Tenslotte kan er op basis van de waarden in de tabel geconcludeerd worden dat er geen multicollineariteit aanwezig is. Ter controle zijn ook de variance inflation factors (VIF) berekend. De hoogste waarde is 1.536, wat ver onder de kritische waarde van 10 ligt waardoor er dus geen multicollineariteit aanwezig is (Alin, 2010).

Tabel 1. Overzichtstabel centrummaten, standaardafwijking, minima en maxima

	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
KredietLT ^b	367.734,20	44.666,00	1.071.552,06	0,00	7.955.135,00
KredietKT ^b	253.345,30	1,00	760.520,12	1,00	6.105.163,00
SEW	3,90	4,00	0,75	1,00	5,00
Oprichter ^a	0,49	0,00	0,50	0,00	1,00
Opvolger ^a	0,51	1,00	0,50	0,00	1,00
CEO_Extern	0,04	0,00	0,20	0,00	1,00
Controle1	1,16	1,00	0,74	0,00	3,00
Controle2	3,03	3,00	1,05	1,00	5,00
Grootte_RvB	3,20	3,00	1,46	1,00	12,00
Prop_Ext	0,05	0,00	0,14	0,00	0,80
CEO_Dual ^a	0,82	1,00	0,38	0,00	1,00
Grootte ^b	5.375.467,41	1.692.274,50	10.193.815,73	27.403,00	68.000.494,00
Groei	0,06	0,01	0,30	-0,61	3,75
ROA	0,03	0,03	0,10	-0,74	0,62
Activastructuur	0,29	0,23	0,24	0,00	1,00
Leeftijd ^b	35,15	33,00	10,95	7,00	80,00
Productie ^a	0,24	0,00	0,42	0,00	1,00
Bouw ^a	0,19	0,00	0,39	0,00	1,00
Handel ^a	0,31	0,00	0,46	0,00	1,00
Diensten ^a	0,26	0,00	0,44	0,00	1,00

Note. N=379. ROA=return on assets; SEW=socioemotional wealth

a. Dummy variabele

b. Natuurlijk logaritme wordt gebruikt in regressiemodel

Tabel 2. Correlatiematrix

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	
1.KredietLT	1																			
2.KredietKT	,321**	1																		
3.SEW	,212**	0,095	1																	
4.Oprichter	-0,024	-0,066	-0,055	1																
5.Opvolger	0,033	0,058	0,072	-,994**	1															
6.Controle1	,152*	0,098	0,043	-0,127	0,115	1														
7.Controle2	,163*	0,082	,273**	-0,003	0,014	0,035	1													
8.Grootte_RvB	,204**	,157*	0,105	-,195**	,203**	,658**	0,02	1												
9.Prop_Ext	0,036	0,078	-0,124	0,043	-0,107	,516**	0,006	,335**	1											
10.CEO_Dual	-0,046	0,024	0,097	0,018	-0,022	,350**	-0,028	-,160*	-0,083	1										
11.Grootte	,380**	,306**	,175**	-,175**	,170**	,247**	0,129	,398**	,163**	-0,122	1									
12.Groei	0,062	,105*	-0,011	-0,061	0,062	0,077	-,132*	0,11	,148*	-0,084	,150**	1								
13.ROA	0,041	0	0,08	-0,078	0,078	0,017	-0,089	-0,047	0,015	0,112	,284**	,213**	1							
14.Activastructuur	,359**	0,024	,200**	0,075	-0,078	-0,038	0,019	-0,085	-0,089	,141*	-0,068	-0,001	-0,061	1						
15.Leeftijd	0,009	0,077	0,1	-,285**	,295**	0,068	-0,035	,120*	0,056	-0,076	,162**	,115*	0,043	0,012	1					
16.Productie	0,067	,118*	0,016	-0,042	0,031	-0,038	-0,058	0,091	0,042	-,162*	,244**	-0,07	0,021	0,036	,136**	1				
17.Bouw	-0,001	-0,081	0,015	0	0,003	0,044	-0,055	0,01	-0,044	0,045	-,104*	0,015	0,035	-,105*	0,036	-0,249**	1			
18.Handel	0,04	,108*	0,096	-0,087	0,091	-,170**	0,026	-,148*	-0,112	0,001	0,028	0,015	0,021	-,137**	0,019	-,358**	-,309**	1		
19.Diensten	-0,101	-,160**	-,163**	,150**	-,146**	,163**	0,089	0,055	,122*	0,105	-,167**	0,045	-0,074	,193**	-,185**	-,331**	-,286**	-,411**	1	

*** significantie op 0.05 en 0.01 respectievelijk; N = 379

5.2. Regressieresultaten

Tabel 3 geeft de resultaten van de uitgevoerde regressies weer. Er zijn negen regressies opgenomen in de tabel om de verschillende hypothesen te testen. Regressies 1 tot 5 zijn uitgevoerd met 'KredietLT' als afhankelijke variabele terwijl regressies 6 tot 9 zijn uitgevoerd met 'KredietKT' als afhankelijke variabele. Hypothese 2, die stelt dat een externe CEO het negatieve effect van SEW op bankfinanciering reduceert, kan niet onderzocht worden doordat slechts 4 externe CEO's aanwezig zijn in de dataset.

Uit de resultaten van de eerste regressie blijkt dat de coëfficiënt 'SEW' niet significant is in relatie met de afhankelijke variabele 'KredietLT'. Hierdoor kan statistisch niet aangetoond worden dat SEW een negatief effect heeft op het gebruik van lange termijn bankfinanciering. Hypothese 1 zal hierdoor niet aanvaard worden. Wanneer dit vergeleken wordt met de korte termijn bankschulden in regressie 6, is ook hier geen significant effect van 'SEW' op 'KredietKT'. Ook bij het gebruik van de verschillende SEW dimensies apart als meeteenheid vinden we dezelfde resultaten. Hierdoor kan voor beide regressies gesteld worden dat hypothese 1, waar SEW een negatief effect zou hebben op het gebruik van bankschulden, niet aanvaard wordt. Verder tonen beide regressies dat ook 'GenX' niet significant is in relatie met zowel 'KredietLT' als 'KredietKT'. Wanneer we deze analyse herhalen met 'oprichter' als maatstaaf, komen we tot dezelfde bevindingen. Om deze reden is het niet mogelijk om aan te tonen dat een familiale CEO uit de derde generatie of later minder risico-avers is en meer bankschulden gebruikt dan familiale CEO's uit eerdere generaties. Hierdoor kan ook hypothese 3 niet aanvaard worden.

In regressies 2 en 7 wordt de invloed van 'Controle1' op de relatie tussen SEW en het gebruik van bankfinanciering gemeten. Op lange termijn zien we dat de interactieterm 'SEW x Controle1' positief significant is, maar het rechtstreekse effect niet. Hierdoor wordt een bijkomende regressie 3 uitgevoerd met twee interactietermen waarbij het effect van SEW op het gebruik van lange termijn bankfinanciering wordt getest als 'Controle1' hoog of laag is. De resultaten tonen dat 'SEW x Controlehoog' een positief significant effect heeft op het gebruik van lange termijn bankschulden. Er is geen significant effect gevonden wanneer 'Controle1' laag is. Het kan dus niet bewezen worden dat een effectief controlerende RvB het negatieve effect van SEW op het gebruik van bankfinanciering reduceert. Wel zal SEW een positief effect hebben op het gebruik van lange termijn bankfinanciering wanneer 'Controle1' hoog is. Op korte termijn is er zowel voor de OLS als de Logit regressies geen aantoonbaar modererend effect gevonden waardoor hypothese 4a hier niet aanvaard kan worden.

Vervolgens tonen regressies 4 en 8 het effect van 'Controle2' op het gebruik van bankfinanciering. Wanneer we kijken naar het effect op lange termijn, is de coëfficiënt van 'SEW' positief significant en 'SEW x Controle2' negatief significant. Dit betekent dat SEW een positief effect heeft op het gebruik van lange termijn bankschulden wanneer de controlerol van de RvB niet effectief wordt uitgevoerd. Wanneer de controlerol zeer goed wordt uitgevoerd (bv. 3), dan wordt dit positieve effect gereduceerd en krijgen we zelfs een beperkt negatief effect ($3,614 - 3 \cdot 1,223$). Dit is het tegenovergestelde van wat in hypothese 4a gesteld werd waardoor deze hypothese verworpen

wordt. Op het gebruik van korte termijn bankschulden zijn deze coëfficiënten niet significant, ook niet wanneer andere maatstaven zoals de verschillende SEW dimensies worden gebruikt of de Logit methode wordt toegepast. Hierdoor kan hypothese 4a voor het gebruik van korte termijn bankfinanciering niet aanvaard worden.

Regressies 5 en 9 testen het effect van 'Controle1' op de relatie tussen 'GenX' en het gebruik van bankfinanciering. Op lange termijn zijn zowel 'GenX' als 'GenX x Controle1' niet significant. Ook wanneer deze analyse wordt herhaald met 'Oprichter' als maatstaaf, zien we hetzelfde resultaat terugkomen. Hierdoor wordt hypothese 4b niet aanvaard. Op korte termijn daarentegen is 'GenX' positief significant en 'GenX x Controle1' negatief significant. We hebben deze analyse ook toegepast met de Logit methode en de resultaten kwamen overeen met deze van kolom 5 in tabel 3. Hierdoor kan statistisch aangetoond worden dat het positieve effect van een familiale CEO uit de derde generatie of later gereduceerd wordt door een effectief controlerende RvB op basis van 'Controle1'. Een CEO uit de derde generatie of later heeft dus een positief effect op het gebruik van korte termijn bankfinanciering wanneer de RvB zijn controlerol niet goed uitvoert. Als de RvB zijn controlerol wel effectief uitoefent (bv. 3), dan wordt dit positieve effect weggewerkt en zien we in totaliteit zelfs een negatief effect op korte termijn bankschulden ($8,756 - 3 \cdot 5,758$). Dit gegeven stelt ons in staat om hypothese 4b te aanvaarden voor het gebruik van bankfinanciering op korte termijn. Bij het gebruik van alternatieve meeteenheden zoals 'Controle2' en 'Oprichter' vinden we geen significante resultaten waardoor deze variabelen hypothese 4b niet kunnen bevestigen.

Tabel 3: Regressie resultaten

	KredietLT					KredietKT			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Hypotheses									
SEW	0,55 (0,48)	-1,18 (1,13)		3,614* (1,98)	0,469 (0,59)	-0,166 (0,50)	-0,198 (1,23)	1,091 (2,09)	-0,364 (0,63)
GenX	1,082 (0,98)	1,571 (1,30)	1,122 (5,33)	1,281 (1,33)	2,515 (3,58)	0,12 (0,98)	1,061 (1,28)	0,332 (1,29)	8,756** (3,41)
Controle1		-5,87 (3,78)			0,462 (0,73)		0,296 (3,96)		-0,7027 (0,72)
Controle2				5,16* (2,74)				3,092 (2,84)	
Controlehoog			-8,176 (5,33)						
SEW x Controle1		1,569* (0,92)					-0,213 (0,98)		
SEW x Controle2				-1,223* (0,67)				-0,677 (0,70)	
SEW x Controlehoog			2,222* (1,22)						
SEW x Controlelaag			0,315 (0,51)						
GenX x Controle1					-0,617 (2,52)				-5,758** (2,37)
Controle variabelen									
Groei	0,133 (0,999)	-0,95 (1,11)	0,058 (0,99)	0,707 (1,18)	-0,886 (1,14)	2,095* (1,08)	2,028* (1,23)	2,522** (1,28)	2,549** (1,23)
ROA	-9,412** (4,29)	-12,79** (5,10)	-10,188** (4,3)	-12,943** (5,31)	-12,861** (5,17)	-19,846*** (4,58)	-12,06** (5,65)	-11,582** (5,78)	-12,464** (5,55)
Activastructuur	8,47*** (1,44)	10,03*** (1,79)	8,281*** (1,43)	9,029*** (2,02)	9,99*** (1,81)	0,034 (1,51)	3,128 (1,93)	3,891* (2,12)	2,967 (1,94)
Leeftijd	-1,609 (1,18)	1,00 (1,71)	-2,197 (1,12)*	-0,422 (1,64)	1,22 (1,72)	0,369 (1,21)	-0,988 (1,72)	-0,645 (1,62)	-1,32 (1,69)
Grootte	1,274*** (0,28)	1,467*** (0,36)	1,354*** (0,29)	1,272*** (0,38)	1,418*** (0,37)	1,064*** (0,26)	1,22*** (0,34)	1,172*** (0,36)	1,203*** (0,34)
Sector1	1,023 (1,00)	2,08* (1,24)	1,105 (1,00)	2,074 (1,37)	1,853 (1,24)	1,622 (1,01)	2,319* (1,28)	2,053 (1,36)	2,752* (1,26)
Sector2	2,728*** (1,02)	3,62*** (1,35)	2,791*** (1,02)	4,088*** (1,39)	3,452** (1,37)	0,502 (1,08)	0,393 (1,44)	0,86 (1,48)	0,302 (1,41)
Sector3	2,138** (0,93)	3,59*** (1,14)	2,234** (0,93)	3,038** (1,23)	3,646*** (1,16)	2,549*** (0,97)	2,957** (1,24)	2,99** (1,30)	3,311** (1,22)
Constant	-10,779** (5,58)	-18,339** (8,74)	-8,798 (5,802)	-29,127*** (10,29)	-25,044*** (7,90)	-11,558** (5,40)	-9,97 (8,70)	-17,417* (10,36)	-8,648 (7,29)
R ²	0,24	0,338	0,25	0,281	0,324	0,155	0,158	0,17	0,186
F waarde	7,20***	5,78***	6,251***	4,04***	5,43***	4,88***	2,61***	2,59***	3,19***

*, **, *** significantie op 0.10, 0.05, 0.01 respectievelijk; N=379

De regressies zijn ook uitgevoerd met variabele controle3, controle4 en controle5 maar hiervoor zijn geen significante resultaten gevonden

Regressies 6-9 zijn ook uitgevoerd met Logit maar toonden dezelfde resultaten als de OLS regressies

Tabel 4 geeft de resultaten van de uitgevoerde regressies weer voor bedrijven die effectief bankfinanciering gebruiken. In deze analyse wordt er gebruik gemaakt van een subsample waar bedrijven die geen bankfinanciering hebben, niet in de regressies worden opgenomen. Wanneer hier voor multicollineariteit wordt getest, is de hoogste Variance Inflation Factor (VIF) 1,848 waardoor ook hier geen sprake is van multicollineariteit (Alin, 2010). Dankzij deze subsample kan er een abstractie gemaakt worden van het zero-leverage mysterie dat aantoonde waarom sommige bedrijven geen bankschulden gebruiken. Strebulaev and Yang (2013) stellen dat de drang naar lange termijn overleving en de preservatie van de socioemotionele waarden hierin een belangrijke rol spelen. Zoals in sectie 2.1.3 beschreven, overleven zero-leverage bedrijven gemiddeld 13% langer en bijkomend is het faillissementsrisico veel kleiner. Wanneer de bedrijven die geen bankschulden gebruiken uit de sample worden geweerd, zullen de invloeden die uitsluitend te wijten zijn aan het zero-leverage fenomeen weggefilterd worden. Hierdoor kan er bijvoorbeeld getest worden of de preservatie van de socioemotionele waarden invloed heeft op de mate van gebruik van bankfinanciering wanneer de sample enkel bestaat uit bedrijven die reeds een vorm van risico (gebruik van bankfinanciering) geïntegreerd hebben in hun onderneming. Verder zal ook het effect van de generatie van de CEO en de controletaak van de RvB getest worden.

Anders dan voor de totale steekproef zijn hier elf regressies opgenomen in de tabel om de verschillende hypothesen te testen. Regressies 1 tot 6 zijn uitgevoerd met 'KredietLT' als afhankelijke variabele terwijl regressies 7 tot 11 zijn uitgevoerd met 'KredietKT' als afhankelijke variabele. Ook hier kan hypothese 2 niet onderzocht worden doordat er slechts 4 externe CEO's in de dataset aanwezig zijn.

Uit de resultaten van de eerste regressie blijkt dat de coëfficiënt van 'SEW' in relatie met 'KredietLT' niet significant is. Wanneer we de verschillende SEW dimensies apart als alternatieve maatstaven gebruiken zien we enkel voor 'SEWF' een positief significant effect op 'KredietLT' (regressie 2 tabel 4). Dit betekent dat familiebedrijven die de preservatie van familiale controle en eigendom vooropstellen meer bankschulden op lange termijn gebruiken. Dit is niet in lijn met de verwachtingen waardoor hypothese 1 voor deze dimensie en subsample verworpen wordt. Wanneer dit vergeleken wordt met de korte termijn bankschulden in regressie zeven, is er wel een significant negatief effect van 'SEW' op 'KredietKT'. Dit resultaat is in lijn met hypothese 1, waarbij gesteld werd dat familiebedrijven die veel belang hechten aan het behoud van SEW minder bankschulden zullen aangaan. Ook de resultaten met de alternatieve meeteenheden 'SEWF' en 'SEWR', weergegeven in tabel 4 kolom 8 en 9, bevestigen dit gegeven. Er kan dus geconcludeerd worden dat de preservatie van SEW een negatief effect heeft op het gebruik van korte termijn bankschulden waardoor hypothese 1 gedeeltelijk aanvaard wordt voor deze subsample.

Verder tonen regressies 1 en 7 dat 'GenX' geen significant effect heeft op 'KredietLT' en 'KredietKT'. Wanneer deze analyse ook herhaald wordt met een andere maatstaf zijnde 'Oprichter' blijven de resultaten hetzelfde zoals deze gerapporteerd zijn in regressies 1 en 7. Zoals voor de totale steekproef kan ook hier niet aangetoond worden dat familiale CEO's uit de derde generatie of later meer bankschulden gebruiken dan CEO's uit voorgaande generaties. Dus ook voor deze subsample kan hypothese 3 niet aanvaard worden.

Vervolgens tonen regressies 3 en 10 de invloed van 'Controle1' op de relatie tussen 'SEW' en het gebruik van bankfinanciering. Wanneer we kijken naar het effect op lange termijn, is de coëfficiënt van 'SEW' niet significant terwijl de interactieterm 'SEW x Controle1' positief significant is. Hierdoor wordt zoals in tabel 3 een bijkomende regressie uitgevoerd met twee interactietermen waarbij de invloed van SEW op het gebruik van lange termijn bankschulden wordt getest als 'Controle1' hoog of laag is. De resultaten in kolom 4 van tabel 4 tonen dat SEW een positief significant effect heeft op het gebruik van lange termijn bankfinanciering wanneer 'Controle1' hoog is. Dit geeft ons hetzelfde resultaat als bij de totale steekproef. Echter kan het niet bewezen worden dat een controlerende RvB het negatieve effect van SEW op bankfinanciering reduceert.

Wanneer we de verschillende SEW dimensies en 'Controle2' als alternatieve maatstaven gebruiken, zien we dezelfde resultaten van 'SEW' terugkomen voor 'SEWR'. De analyse met 'Controle2' als maatstaaf heeft geen significante resultaten opgebracht. Verder zien we in regressie 5 wel een negatief significant effect van 'SEWF' waarbij de interactieterm 'SEWF x Controle1' positief significant is op 'KredietLT'. Dit betekent dat het behoud van familiale eigendom en controle een negatief effect heeft op het gebruik van lange termijn bankschulden wanneer de RvB zijn controlerol niet goed uitvoert. Als de RvB deze rol wel effectief uitoefent (bv. 3) zien we dat deze het negatieve effect van 'SEWF' wegwerkt en krijgen we zelfs een positief effect ($-0,527 + 3 \cdot 0,599$) waardoor men in totaliteit meer bankschulden op lange termijn zal gebruiken. Dit is wat in hypothese 4a gesteld werd waardoor deze voor de 'SEWF' dimensie en deze subsample aanvaard kan worden. Bij het gebruik van korte termijn bankschulden zien we in regressie 10 enkel een negatief significant coëfficiënt voor het rechtstreekse effect. Dit impliceert dat SEW een negatief effect heeft op het gebruik van korte termijn bankschulden wanneer de RvB zijn controlerol niet effectief uitoefent. Echter zal een goed controlerende RvB dit negatieve effect niet reduceren. Deze analyse is ook uitgevoerd met andere meeteenheden zoals de verschillende SEW dimensies, maar hier zijn geen aantoonbare effecten gevonden. Hierdoor kan hypothese 4a voor het gebruik van korte termijn bankfinanciering in deze subsample niet aanvaard worden.

Tenslotte meten regressies 6 en 11 het effect van 'CEO_Dual' op de relatie tussen familiale CEO's uit de derde generatie of later en het gebruik van bankfinanciering. In tegenstelling tot regressies 1 en 5 is het individueel effect van 'GenX' hier negatief significant. Dit betekent dat wanneer er geen CEO dualiteit in familiebedrijven aanwezig is, een familiale CEO uit de derde generatie of later een negatief effect heeft op het gebruik van bankschulden. Wanneer er wel CEO dualiteit is, dan zal dit het negatieve effect reduceren en zien we in totaliteit op lange termijn een licht positief effect ($-2,004 + 2,362$) en op korte termijn een negatief effect ($-2,36 + 2,207$). Dit is niet in lijn met de gestelde hypothese waardoor er voor deze subsample kan geconcludeerd worden dat hypothese 4b verworpen wordt voor zowel lange termijn bankschulden als bankschulden op korte termijn. We hebben deze analyse ook herhaald met andere metingen zijnde 'Oprichter' en de verschillende metingen voor de effectiviteit van de controlerol. De resultaten hiervan waren niet significant waardoor ze niet zijn gerapporteerd in tabel 4.

Tabel 4: Regressie resultaten enkel voor bedrijven met bankfinanciering

	KredietLT						KredietKT				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Hypotheses											
SEW	0,169 (0,13)		-0,479 (0,32)				-0,41 (0,21)**			-1,04 (0,43)**	
SEWF		0,146 (0,08)*			-0,527 (0,19)***	0,063 (0,11)		-0,206 (0,12)*			-0,227 (0,15)
SEWR								-0,274 (0,12)**			
GenX	0,086 (2,39)	0,047 (0,24)	0,081 (0,31)	0,053 (1,98)	0,029 (0,29)	-2,004 (0,49)***	-0,25 (0,34)	-0,31 (0,34)	-0,364 (0,34)	-0,244 (0,42)	-2,36 (1,26)*
Controle1			-2,796 (1,18)**		-2,572 (0,65)***					-1,972 (1,34)	
Controlehoog				-4,012** (1,97)							
Controle5						-0,432 (0,35)					0,198 (0,51)
SEW x Controle1			0,648 (0,29)**							0,445 (0,33)	
SEW x Controlehoog				1,035 (0,46)**							
SEW X Controlelaag				0,109 (0,13)							
SEWF x Controle1					0,599 (0,16)***						
SEWR x Controle1											
GenX x Controle5						2,362 (0,83)***					2,207 (1,35)*
Controle variabelen											
Groei	0,269 (0,24)	0,316 (0,24)	-0,079 (0,28)	0,231 (0,24)	0,116 (0,27)	0,356 (0,31)	-0,132 (0,27)	-0,156 (0,28)	-0,192 (0,27)	-0,192 (0,27)	0,149 (0,36)
ROA	0,981 (1,44)	1,018 (1,45)	1,352(2,13)	0,698 (1,44)	1,434 (2,04)	2,241 (2,21)	-2,693 (1,73)	-2,711 (1,73)	-2,33 (1,72)	-2,33 (1,72)	-3,428 (2,15)
Activastructuur	4,189 (0,37)***	4,139 (0,37)***	3,963 (0,49)***	4,12 (0,364)***	3,971 (0,47)***	4,025 (0,52)***	0,1 (0,58)	-0,023 (0,57)	0,123 (0,56)	0,123 (0,56)	-0,358 (0,81)
Leeftijd	-0,383 (0,29)	-0,427 (0,9)	0,424 (0,44)	-0,309 (0,291)	0,449 (0,43)	0,282 (0,41)	1,028 (0,44)**	1,076 (0,45)**	1,049 (0,43)**	1,049 (0,43)**	0,914 (0,61)
Grootte	0,853 (0,07)***	0,864 (0,07)***	0,853 (0,11)***	0,893 (0,07)***	0,893 (0,1)***	0,821 (0,10)***	1,019 (0,09)***	0,996 (0,09)***	1,081 (0,10)***	1,081 (0,10)***	0,976 (0,13)***
Sector1	-0,063(0,253)	0,006 (0,26)	0,036 (0,33)	-0,068 (0,25)	0,106 (0,32)	-0,008 (0,33)	0,415 (0,38)	0,408 (0,38)	0,549 (0,38)	0,549 (0,38)	0,924 (0,49)*
Sector2	0,11 (0,26)	0,167 (0,26)	0,264 (0,40)	0,105 (0,26)	0,399 (0,35)	0,24 (0,35)	0,467 (0,46)	0,345 (0,46)	0,547 (0,45)	1,106 (0,61)*	0,852 (0,59)
Sector3	0,209 (0,24)	0,254 (0,24)	0,158 (0,32)	0,186 (0,24)	0,295 (0,31)	0,361 (0,33)	0,623 (0,38)	0,56 (0,38)	0,687 (0,38)*	1,036 (0,46)**	0,862 (0,51)*
Constant	-1,266 (1,39)	-1,289 (1,38)	-1,356(2,32)	1,874 (1,43)	1,947 (1,96)	-2,475 (2,02)	-5,485 (2,00)***	-6,055 (1,96)***	-7,095 (1,97)***	-7,095 (1,97)***	-5,604 (2,68)**
R ²	0,662	0,664	0,618	0,646	0,661	0,644	0,563	0,559	0,579	0,579	0,593
F waarde	29,43***	29,11***	10,374***	25,29***	12,33***	10,87***	14,55***	14,35***	15,41***	15,41***	7,64***

*, **, *** significantie op 0,10, 0,05, 0,01 respectievelijk; N=234 voor ` KredietLT; N= 173 voor ` KredietKT

De regressies zijn ook uitgevoerd met variabele controle3, controle4 en controle5 maar hiervoor zijn geen significante resultaten gevonden

6. Conclusie

Het doel van deze masterproef was om te onderzoeken welke rol een CEO kan spelen in het gebruik van bankfinanciering in private familiebedrijven. Omdat familiebedrijven sterk beïnvloed worden door niet-financiële doelstellingen, was de invloed van SEW steeds een belangrijke parameter binnen het onderzoek (Berrone et al., 2012). De hypothesen stelden dat zowel SEW als de generatie waar de CEO zich in bevindt, een mogelijk effect hadden op het gebruik van bankfinanciering. Aanvullend werd het modererend effect van de controle rol van de RvB op deze twee relaties beschreven als hypthese.

Ondanks dat verschillende studies aantonen dat SEW een negatieve impact heeft op het gebruik van schulden, kunnen er in deze masterproef over de totale steekproef geen conclusies getrokken worden voor het rechtstreekse effect van SEW. Wel kan er aangaande hypothese 4a, waarbij gesteld werd dat de negatieve impact van SEW op het gebruik van bankfinanciering gereduceerd werd door een effectief controlerende RvB, geconcludeerd worden dat SEW een positief effect heeft op het gebruik van lange termijn bankfinanciering wanneer de controle hoog is. Bij een familiebedrijf met een RvB die zijn controlerol goed uitvoert, zal SEW dus een positieve impact hebben op het gebruik van lange termijn bankfinanciering. Dit suggereert dat een goed controlerende RvB er voor zorgt dat familiebedrijven minder risico-avers zijn om verliezen te leiden op hun socioemotionele waarden door meer lange termijn bankfinanciering te gebruiken. Dit bevestigt de belangrijke strategische rol van de RvB en hun impact op de financieringsbeslissingen binnen familiebedrijven.

Vervolgens kan voor hypothese 4b besloten worden dat CEO's uit de derde generatie of later een positief effect hebben op het gebruik van korte termijn bankschulden wanneer de RvB zijn controletaak niet naar behoren uitoefent. Wel zal dit positieve effect gereduceerd worden door een effectief controlerende RvB. Dit resultaat is in lijn met Voordeckers et al. (2007) die stellen dat familiale CEO's vanaf de derde generatie minder emotionele verbondenheid voelen met het familiebedrijf waardoor ze vaak minder risico-avers zijn. Bijgevolg is er over generaties heen meer nood aan controle door de RvB om dit opportunistisch gedrag in te perken (Bammens et al., 2008). Dit gegeven wordt ondersteund door de resultaten met betrekking tot korte termijn bankschulden.

De weinig significante resultaten voor de totale steekproef vallen mogelijk te verklaren door het zero-leverage mysterie. De literatuur toont namelijk aan dat veel familiebedrijven geen gebruik maken van bankschulden maar de verklaring hiervoor is niet éénduidig. Zowel kapitaalstructuur theoriën als SEW en macro-economische factoren worden aangehaald als mogelijke determinanten (Bessler et al., 2013; Strebulaev & Yang, 2013). Wanneer deze bedrijven uit de sample worden geweerd, kan het effect van SEW op de mate van gebruik van bankfinanciering gemeten worden wanneer familiebedrijven effectief bankschulden hebben.

Betreffende de eerste hypothese kan er geconcludeerd worden dat familiebedrijven, die bankschulden hebben en de preservatie van SEW vooropstellen, minder gebruik maken van korte

termijn bankfinanciering. Dit gegeven werd in de resultaten bevestigd voor de 'F' en 'R' dimensie. Dit is in lijn met Mishra and McConaughy (1999) die stellen dat in het algemeen familiebedrijven minder schulden hebben omdat dit mogelijk de familiale controle kan verminderen wanneer deze schulden niet terugbetaald kunnen worden. Hoge korte termijn schulden brengen immers een groter faillissementsrisico met zich mee dan lange termijn schulden waardoor de familiale controle en eigendom verloren zou gaan en niet kan voldaan worden aan de drang naar overleving.

Hierbij zien we wel dat de 'SEWF' dimensie een positieve invloed heeft op lange termijn bankfinanciering. Dit is het tegenovergestelde van de gestelde hypothese. Dit impliceert dat familiebedrijven, die het behoud van familiale controle en eigendom nastreven en bankschulden hebben, meer bankfinanciering op lange termijn zullen gebruiken. Bijgevolg associëren dergelijke bedrijven minder faillissementsrisico's aan deze financieringsvorm.

Vervolgens zien we dat in familiebedrijven, die gebruik maken van lange termijn bankschulden en geen effectief controlerende RvB hebben, het behoud van 'SEWF' een negatief effect heeft op het gebruik van bankschulden. Maar wanneer de controlerol goed wordt uitgevoerd door de RvB, dan wordt dit negatieve effect gereduceerd. Er kan dus verondersteld worden dat familiebedrijven wel risico-avers gedrag vertonen omtrent het behoud van familiale controle en eigendom wanneer de controlerol niet goed wordt uitgevoerd. Echter zal een effectief controlerende RvB er voor zorgen dat de financieringsbeslissingen meer in lijn liggen met de belangen van alle stakeholders waardoor het negatieve effect van 'SEWF' gereduceerd wordt.

Doordat eerdere resultaten aangaven dat 'SEWF' een positief effect had op het gebruik van bankschulden, kan er geconcludeerd worden dat de afwezigheid van effectief controlerende RvB's een serieuze impact heeft op het risico-aversie niveau omtrent het behoud van familiale controle en eigendom bij ondernemingen die bankschulden hebben. Dit valt te verklaren doordat het risico-avers gedrag van het management pas vertaald kan worden naar de strategie van een familiebedrijf wanneer ze niet worden gemonitord door hoggerhand. Dit zal hun in staat stellen om het behoud van familiale controle en eigendom na te streven zodat er minder lange termijn bankfinanciering gebruikt wordt. Effectief controlerende RvB's daarentegen zullen streven voor de continuïteit van de onderneming en de belangen van alle stakeholders. Hiervoor zijn er winstgevendende projecten nodig. Om deze projecten te financieren zal volgens de pecking order theorie eerst beroep gedaan worden op interne middelen waarna men bankfinanciering zal gebruiken wanneer deze interne middelen niet voldoen (Donaldson, 1961). Hierdoor zal een effectief controlende RvB het negatieve effect van 'SEWF' wegwerken en zien we in totaliteit zelfs dat dergelijke bedrijven meer bankfinanciering op lange termijn gebruiken.

Tenslotte kan er besloten worden dat in familiebedrijven, die gebruik maken van bankschulden en waarbij de CEO geen voorzitter van de RvB is, een familiale CEO uit de derde generatie of later een negatieve invloed heeft op het gebruik van bankfinanciering. Wel zal CEO dualiteit dit negatieve effect reduceren. Deze resultaten zijn in lijn met onze verwachtingen en de studie van Voordeckers et al. (2007) waarbij familiale CEO's uit de derde generatie of later minder risico-avers zouden zijn waardoor ze eerder geneigd zijn om bankfinanciering te gebruiken. Wel is het opmerkelijk dat we

een negatief effect zien wanneer er geen CEO dualiteit is. Mogelijk is dit te verklaren door de belangrijke strategische rol van de voorzitter van de RvB. Wanneer er geen CEO dualiteit is, heeft de manager mogelijk minder invloed op financieringsbeslissingen waardoor zijn incentives om een risicovoller beleid te voeren niet worden vervuld (Bartholomeusz & Tanewski, 2006). Pas wanneer CEO's uit de derde generatie of later ook voorzitter van de RvB zijn, zal hun risicovol gedrag een positieve impact hebben op het gebruik van bankfinanciering. De CEO versterkt zo zijn eigen controle waardoor hijzelf de financieringsbeslissingen van het bedrijf stuurt.

Hieruit kunnen we besluiten dat zowel de verschillende SEW dimensies, de generatie van de CEO en de controletaak van de RvB een impact hebben op het gebruik van lange en korte termijn bankfinanciering. Vooral in de subsample zien we dat deze variabelen bepalende factoren zijn in de mate van gebruik van bankfinanciering bij familiebedrijven die bankschulden hebben. Dit kan er op wijzen dat de verschillende variabelen niet de verklaring zijn voor het zero-leverage mysterie. Strebulaev and Yang (2013) stelden immers dat de socioeconomische waarden en de drang naar lange termijn overleving belangrijke factoren waren in het zero-leverage mysterie. Echter zien we in dit onderzoek enkel negatief significante effecten voor SEW en zijn verschillende dimensies wanneer deze bedrijven uit de steekproef worden gelaten. Hierdoor kan in dit onderzoek niet bewezen worden dat SEW een belangrijk onderdeel vormt van het zero-leverage mysterie.

Deze studie draagt bij tot het topic omtrent familiebedrijven en meer specifiek de kapitaalstructuur binnen deze setting. Veel academici hebben reeds uitvoerig studies gedaan naar SEW binnen familiebedrijven en welk effect het kan hebben op de kapitaalstructuur. Maar empirisch bewijs van de rol van de CEO in het gebruik van bankschulden, in de context van Belgische private familiebedrijven, was beperkt. Hoewel veel gebruikte theorieën zoals SEW, de pecking order theorie en de agency theorie regelmatig terugkomen binnen deze studie, tonen de resultaten interessante inzichten die gebruikt kunnen worden in verder onderzoek.

Voorts heeft deze studie ook zijn beperkingen die perspectieven bieden voor toekomstig onderzoek. Eerst en vooral zijn er in deze masterproef geen resultaten gevonden omtrent de invloed van de externe CEO doordat er te weinig data aanwezig was. Toch is er voldoende bestaande literatuur, zoals in sectie 3.2 beschreven, die impliceert dat een externe CEO mogelijk een effect kan hebben op het gebruik van bankfinanciering waardoor verdere studie vereist is. Vervolgens is deze masterproef gebaseerd op private familiebedrijven. Voor toekomstig onderzoek kan het interessant zijn om deze studie verder te zetten bij beursgenoteerde familiebedrijven. Doordat deze bedrijven een extra externe financieringsbron ter beschikking hebben zal er mogelijk een verandering in het gebruik van bankschulden zijn. Hierbij zullen topics omtrent kapitaalstructuur, SEW en de controletaak van de RvB een andere benadering vragen dan in deze masterproef is toegepast. Tenslotte is in deze studie de effectiviteit van de controlerol van de RvB zowel gemeten op basis van samenstelling van de RvB als de uitvoering van de controlerol zoals in Van Den Heuvel et al. (2006). Belangrijke kanttekening hierbij is dat deze masterproef over de rol van de CEO gaat en de gebruikte enquêtes meestal door de CEO's zelf zijn ingevuld. Dit zou een vertekend beeld kunnen geven bij de resultaten van uitvoering van de controlerol doordat de CEO's zelf de prestaties van de RvB hebben beoordeeld terwijl in familiebedrijven de CEO vaak ook de

voorzitter van de RvB is. Voor toekomstig onderzoek kan het interessant zijn om resultaten te gebruiken waarbij de uitvoering van de controlerol door alle stakeholders van het bedrijf is beoordeeld. Hierdoor kan er een objectiever beeld gevormd worden omtrent het effect van de controlerol op de gestelde hypothesen.

7. Bibliografie

- Alin, A. (2010). Multicollinearity. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Computational Statistics*, 2(3), 370-374. doi:10.1002/wics.84
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247-275. doi:10.1007/s11846-011-0077-2
- Ang, J. S. (1992). On the Theory of Finance for Privately Held Firms. *Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185.
- Azouzi, M. A., & Jarboui, A. (2013). CEO emotional intelligence and board of directors' efficiency. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 13(4), 365-383. doi:10.1108/CG-10-2011-0081
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2008). Boards of directors in family firms: a generational perspective. doi:10.1007/s11187-007-9087-5
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of Directors in Family Businesses: A Literature Review and Research Agenda. doi:10.1111/j.1468-2370.2010.00289.x
- Bartholomeusz, S., & Tanewski, G. A. (2006). The Relationship between Family Firms and Corporate Governance. *Journal of Small Business Management*, 44(2), 245-267. doi:10.1111/j.1540-627X.2006.00166.x
- Belgium, F. B. N. (2017).). Familiebedrijf: de hoeksteen van onze economie. Retrieved from <https://www.fbnbelgium.be/nl/>
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691. doi:10.1162/qjec.122.2.647
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279. doi:10.1177/0894486511435355
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The International Zero-Leverage Phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221. doi:10.1016/j.jcorpfin.2013.08.004
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Kellermanns, F., & Wu, Z. (2011). Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 472-488. doi:10.1016/j.jbusvent.2009.11.002
- Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860-897. doi:10.1111/j.1468-036X.2011.00631.x
- Cruz, C., Nordqvist, M., Ihh, C. f. F. E., Ownership, Ihh, E., Internationella, H., & Höskolan i, J. (2012). Entrepreneurial orientation in family firms: a generational perspective. *Small Business Economics*, 38(1), 33-49. doi:10.1007/s11187-010-9265-8
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. *The Journal of Finance*, 52(1), 135-160. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb03811.x
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity*.
- Ediriweera, A., AM, A. A., & Heenetigala, K. (2015). Governance in Family Business: A Literature Review. *Journal of Business Systems, Governance & Ethics*, 10(2).

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (1996). Strategic leadership. *St. Paul, Minn.: West*.
- Goel, S., Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van Den Heuvel, J. (2013). CEO's empathy and salience of socioemotional wealth in family SMEs The moderating role of external directors. doi:10.1080/08985626.2012.710262
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Kathyryn, J. L. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137. doi:10.2189/asqu.52.1.106
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320. doi:10.1016/j.jbusres.2012.03.014
- Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2014). The Capital Structure Choices of Family Firms: Evidence from Italian Medium-Large Unlisted Firms. *Managerial Finance*, 40(3), 254-275. doi:10.1108/MF-03-2013-0065
- Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory: An Update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334-343. doi:10.5465/AMR.2007.24345254
- Harris, L. C., & Ogbonna, E. (2007). Ownership and Control in Closely-held Family-owned Firms: An Exploration of Strategic and Operational Control. *British Journal of Management*, 18(1), 5-26. doi:10.1111/j.1467-8551.2005.00471.x
- Huse, M. (2005). Accountability and Creating Accountability: a Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance. *British Journal of Management*, 16(s1), S65-S79. doi:10.1111/j.1467-8551.2005.00448.x
- Huybrechts, J., Voordeckers, W., & Lybaert, N. (2013). Entrepreneurial Risk Taking of Private Family Firms: The Influence of a Nonfamily CEO and the Moderating Effect of CEO Tenure. doi:10.1177/0894486512469252
- Jaskiewicz, P., & Klein, S. (2007). The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses. *Journal of Business Research*, 60(10), 1080-1089. doi:10.1016/j.jbusres.2006.12.015
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, C. D., Makri, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2008). Affiliate Directors and Perceived Risk Bearing in Publicly Traded, Family-Controlled Firms: The Case of Diversification. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1007-1026. doi:10.1111/j.1540-6520.2008.00269.x
- Kalm, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2016). Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de Administração*, 51(4), 409-411. doi:10.1016/j.rausp.2016.08.002
- Kintana, M. L., Makri, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of management studies*, 47(2), 223-252. doi:10.1111/j.1467-6486.2009.00889.x
- Lievens, J. (2004). *Governance in het familiebedrijf*: Lannoo Uitgeverij.
- López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287. doi:10.1111/j.1741-6248.2007.00094.x

- Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., & Dino, R. N. (2005). The Effects of Parental Altruism on the Governance of Family-Managed Firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26(3), 313-330. doi:10.1002/job.307
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Minichilli, A., Corbetta, G., & Pittino, D. (2014). When do Non-Family CEOs Outperform in Family Firms? Agency and Behavioural Agency Perspectives. *Journal of management studies*, 51(4), 547-572. doi:10.1111/joms.12076
- Miller, D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2013). Is family leadership always beneficial? *Strategic Management Journal*, 34(5), 553-571. doi:10.1002/smj.2024
- Miller, M. H. (1988). The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *Journal of Economic perspectives*, 2(4), 99-120.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 23(4), 53.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K., Wiklund, J., Ihh, E. M. M., Ihh, C. f. F. E., . . . Centre, J. E. (2007). Entrepreneurial Orientation, Risk Taking, and Performance in Family Firms. *Family Business Review*, 20(1), 33-47. doi:10.1111/j.1741-6248.2007.00082.x
- Schepers, J., Voordeckers, W., Steijvers, T., & Laveren, E. (2014). The entrepreneurial orientation–performance relationship in private family firms: the moderating role of socioemotional wealth. *Small Business Economics*, 43(1), 39-55. doi:10.1007/s11187-013-9533-5
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490. doi:10.1016/S0883-9026(03)00054-5
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116. doi:10.1287/orsc.12.2.99.10114
- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The Mystery of Zero-Leverage Firms. *Journal of financial economics*, 109(1), 1-23. doi:10.1016/j.jfineco.2013.02.001
- Van Den Heuvel, J., Van Gils, A., & Voordeckers, W. (2006). Board Roles in Small and Medium-Sized Family Businesses: performance and importance. doi:10.1111/j.1467-8683.2006.00519.x
- Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2006). Business collateral and personal commitments in SME lending. doi:10.1016/j.jbankfin.2006.05.003
- Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van Den Heuvel, J. (2007). Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms. doi:10.1111/j.1540-627X.2007.00204.x
- Wiklund, J., Shepherd, D., Ihh, E. M. M., Högskolan i, J., Internationella, H., Ihh, C. f. I. S. E., . . . Centre, J. E. (2005). Entrepreneurial orientation and small business performance: a configurational approach. *Journal of Business Venturing*, 20(1), 71-91. doi:10.1016/j.jbusvent.2004.01.001
- Yen, J.-F., Lin, C.-Y., Chen, Y.-S., & Huang, Y.-C. (2015). Founding Family Firms and Bank Loan Contracts. *Journal of Financial Services Research*, 48(1), 53-82. doi:10.1007/s10693-014-0199-1
- Zona, F. (2016). CEO leadership and board decision processes in family-controlled firms: comparing family and non-family CEOs. *Small Business Economics*, 47(3), 735-753.

8. Bijlagen

8.1. Overzicht variabelen

<i>Variabele</i>	<i>Meting</i>
1.KredietLT ^a	Balanspost 'kredietinstellingen hoger dan één jaar"
2.KredietKT ^a	Balanspost 'kredietinstellingen kleiner dan één jaar"
3.SEW	Het gemiddelde van de resultaten van de bevroagde items omtrent de belangrijkheid van de verschillende SEW dimensies
4.SEWF	Gemiddelde van de resultaten van 2 bevroagde items gemeten aan de hand van 5 punt Likertschaal: * De familieleden, die betrokken zijn bij het familiebedrijf, bepalen in belangrijke mate de strategische richting die het bedrijf zal uitgaan * In dit bedrijf is het essentieel om familiale controle en onafhankelijkheid van het familiebedrijf te bewaren
5.SEWI	Gemiddelde van de resultaten van 2 bevroagde items gemeten aan de hand van 5 punt Likertschaal: * De familieleden, die bij het familiebedrijf betrokken zijn, hebben een sterke verbondenheid met het bedrijf * Familieleden vertellen met trots dat ze deel uitmaken van het familiebedrijf
6.SEWB	Gemiddelde van de resultaten van 3 bevroagde items gemeten aan de hand van 5 punt Likertschaal: * Niet-familieleden, actief in het familiebedrijf, worden behandeld als deel van de familie * Wederzijds vertrouwen is de basis van het zaken doen met leveranciers, klanten... in het familiebedrijf * Niet-familieleden, actief in het familiebedrijf, worden behandeld als deel van de familie
7.SEWE	Gemiddelde van de resultaten van 2 bevroagde items gemeten aan de hand van 5 punt Likertschaal: * Het is essentieel dat het de familieleden, die betrokken zijn bij het familiebedrijf, goed gaat * De emotionele banden tussen familieleden in het bedrijf zijn zeer sterk
8.SEWB	Gemiddelde van de resultaten van 3 bevroagde items gemeten aan de hand van 5 punt Likertschaal: * Familiale eigenaars zien hun investering in het familiebedrijf als een lange termijn investering * Succesvolle overdracht naar de volgende generatie is een belangrijk doel voor het familiebedrijf * Niet-familieleden, actief in het familiebedrijf, worden behandeld als deel van de familie
9.Oprichter	Is 1 wanneer de CEO ook oprichter is en 0 wanneer niet
10.GenX	Is 1 wanneer de CEO uit de derde generatie of later komt en 0 wanneer niet
11.Aantal_RvB	Is 1 wanneer het aantal bestuurders hoger is dan het gemiddelde van de totale steekproef en 0 wanneer niet
12.Ratio_Extern	is 1 wanneer de proportie onafhankelijke bestuurders groter is dan het gemiddelde en 0 wanneer niet
13.CEO_GeenDual	is 1 wanneer er geen CEO dualiteit is en 0 wanneer wel
14.Controle1	Som van de dummy variabelen 'Aantal_RvB', 'Ratio_Extern' en 'CEO_GeenDualiteit'
15.Controle2	Het gemiddelde van de volgende 6 bevroagde stellingen gemeten aan de hand van een 5 punt likertschaal: * Rekruteren van nieuwe managers * Bepalen van het verloningsbeleid van het management * Evalueren en controleren van de prestaties van het management * Maximaliseren van de aandeelhouderswaarde * Problemen m.b.t de opvolging rapporteren en oplossen * Bepalen van verantwoordelijkheden van het management
16.Grootte_RvB	Aantal bestuurders aanwezig in de RvB
17.Prop_Ext	Ratio van onafhankelijke bestuurders ten opzichte van de totale grootte van de RvB
18.CEO_Dual	Is 1 wanneer er CEO dualiteit is en 0 wanneer niet

19. Bedrijfsgrootte ^a	Balanstotaal van de onderneming
20. Leeftijd ^a	2018 min het jaar van oprichting
21. Groei	Groei van het balanstotaal ten opzichte van vorig jaar
22. ROA	Netto winst/ totale activa
23. Activastructuur	Ratio van materiële vaste activa en totaal der activa
24. Productie	Aan de hand van het NACE nummer is dit 1 wanneer de onderneming zich in de Productiesector bevindt en 0 wanneer niet
25. Bouw	Aan de hand van het NACE nummer is dit 1 wanneer de onderneming zich in de bouwsector bevindt en 0 wanneer niet
26. Handel	Aan de hand van het NACE nummer is dit 1 wanneer de onderneming zich in de handelsector bevindt en 0 wanneer niet
27. Dienst	Aan de hand van het NACE nummer is dit 1 wanneer de onderneming zich in de dienstensector bevindt en 0 wanneer niet

^a Van deze variabelen is het logaritme gebruikt

1-2 zijn afhankelijke variabelen; 3-10 zijn onafhankelijke variabelen; 11-18 zijn modererende variabelen; 19-27 zijn controle variabelen

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
De rol van de CEO in het gebruik van bankfinanciering in private familiebedrijven

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

Jaar: **2018**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Wertelaers, Stijn

Datum: **29/05/2018**