



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Financiering van familiebedrijven: het zero leverage fenomeen

Pauline Messiaen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

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

2018
2019



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Financiering van familiebedrijven: het zero leverage fenomeen

Pauline Messiaen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Woord vooraf

September 2018, de start van mijn masteropleiding handelswetenschappen en tevens ook de start van mijn laatste jaar als studente. Om deze opleiding met afstudeerrichting in accountancy, financiering en fiscaliteit succesvol af te ronden, diende de uitdaging van het schrijven van een masterproef volbracht te worden. De masterproef, het sluitstuk van de opleiding, vergde veel tijd en inspanning.

Tijdens dit langdurige proces kon ik steeds rekenen op de steun van mijn promotor Prof. dr. Tensie Steijvers. Graag wil ik haar dan ook bedanken voor haar steun en advies, alsook voor het toereiken van alle nodige data en informatie om dit eindwerk tot een goed einde te kunnen brengen.

Pauline Messiaen

Samenvatting

Het *zero-leverage* fenomeen, een mysterie dat al vaak onderzocht werd binnen de literatuur. Bedrijven die geen bankschulden aangaan, ondanks de fiscale voordelen, komen steeds vaker voor in de economie. De literatuur is dan ook gesprongen op dit gebeuren om mogelijke verklaringen te onderzoeken. De reeds bestaande onderzoeken schetsen vooral een globaal beeld. Binnen deze masterproef ligt de focus op familiebedrijven en de heterogeniteit tussen de familiebedrijven.

In België zijn 77% van de ondernemingen familiebedrijven en zijn familiaal gecontroleerde bedrijven verantwoordelijk voor 45% van de Belgische werkgelegenheid. Reden genoeg om na te gaan wat de achterliggende drijfveren zijn bij familiebedrijven om te opteren voor een kapitaalstructuur zonder bankschulden.

De bestaande literatuur maakt vooral de vergelijking tussen familie- en niet-familiebedrijven. Een veelvoorkomende conclusie daaromtrent is dat familiebedrijven vaker *zero-leveraged* zijn en dus vaker over geen bankschulden bezitten in vergelijking met de niet-familiaal gecontroleerde bedrijven. Veel verklaringen werden gezocht aan de hand van de kapitaalstructuurtheorieën, waarbij de *trade-off*- en *pecking order* theorie de twee voornaamste zijn. Die theorieën zoeken economisch gerelateerde verklaringen die leiden tot een bepaalde kapitaalstructuur, maar zijn die verklaringen voldoende om die redenering ook toe te passen bij familiebedrijven?

Een andere welgekende theorie dat specifiek gelinkt is aan familiebedrijven is de *socioemotional wealth* theorie (*SEW*). Deze theorie stelt dat bij familiebedrijven niet enkel bedrijfsdoelen prioritair zijn, maar ook familiale doelen zoals de wens om het bedrijf over te dragen aan de volgende generatie. Hierbij stelt zich de vraag of de *trade off*- en de *pecking order* theorie volledig kunnen verklaren waarom sommige familiebedrijven wel bankschulden aangaan en anderen niet, of moet er ook rekening gehouden worden met die familiale doelen?

Om de hypotheses op te stellen werd als theoretisch kader gebruik gemaakt van die *socioemotional wealth* theorie. De theorie concludeert dat tijdens het nemen van beslissingen familieleden niet enkel rekening houden met de economische gevolgen, maar ook met de *SEW*-gevolgen. Indien een beslissing leidt tot een *SEW*-daling, kan het gebeuren dat familieleden opteren voor een minder economisch aantrekkelijke beslissing. De hoofdvraag van dit onderzoek is hoe het belang dat gehecht wordt aan *SEW* door de familie de keuze beïnvloedt omtrent het al dan niet aangaan van bankschulden. Ook werd nagegaan of de mate van familiale betrokkenheid in het top managementteam en de generatie die het bedrijf leidt gerelateerd zijn aan het belang dat gehecht wordt aan het conserveren van *SEW*. Daarenboven werd onderzocht in welke mate de aanwezigheid van externen in de raad van bestuur het effect van niet economische doelen, zoals het behoud van *SEW*, op zero leverage kan afzwakken. De data in dit onderzoek bestaat uit Vlaamse familiebedrijven.

Externen binnen het top managementteam zorgen voor meer heterogeniteit. Dit wil zeggen dat er meer kritische visies zijn en de focus behouden wordt op het bedrijfsgerelateerde in plaats van op het familiale. Hierdoor werd er in de eerste hypothese verwacht dat wanneer externen deel uitmaken van het managementteam, het belang dat gehecht wordt aan SEW lager zal zijn. Deze hypothese werd bevestigd binnen dit onderzoek.

Een ander heterogeniteitselement dat onderzocht werd, is de generatie die het bedrijf leidt. Beïnvloedt de generatie het belang dat gehecht wordt aan SEW binnen het bedrijf? Binnen de literatuur wordt verwacht dat naarmate er latere generaties het bedrijf binnenkomen, de voeling en de identificering met het bedrijf afneemt. Enkele verklaringen hiervoor zijn dat er bij meerdere generaties ook sprake is van verschillende familietakken. De familieleden zijn steeds minder met elkaar verbonden, wat leidt tot onder andere een stijging van complexiteit binnen het bedrijf. Hierdoor werd er verwacht dat naarmate het bedrijf in handen is van latere generaties, het belang dat gehecht wordt aan SEW daalt. Na het testen van enkele modellen, kwam een eerste verrassend resultaat naar boven. Namelijk, latere generaties doen het belang van SEW stijgen in vergelijking met de eerste generatie. Dit resultaat is het tegengestelde van wat er verwacht werd. Een bedenking om dit resultaat te kunnen verklaren, is of er wel gesteld mag worden dat tijdens de eerste generatie de oprichter het bedrijf al bekijkt als een familiebedrijf? Terwijl naarmate latere generaties erbij komen, er wel duidelijk sprake is van een familiebedrijf en er degelijk een overdrachtswens aanwezig is.

Na het onderzoeken van de elementen die het belang dat gehecht wordt aan SEW beïnvloeden, werd de relatie tussen SEW en *zero-leverage* bestudeerd. Er werd verwacht dat wanneer het belang omtrent SEW hoog is, de kans op het niet gebruik maken van bankfinanciering vergroot werd. Deze verwachting ontstond doordat wanneer er bankschulden aangegaan worden het faillissementsrisico stijgt. Hierdoor zien familieleden de overdrachtswens in gevaar komen. Ook ervaren ze een controleverlies doordat de bank hun bedrijf nauwlettend in de gaten houdt en ingrijpt wanneer de terugbetaling dreigt mis te lopen. Echter werd binnen dit onderzoek deze verwachting niet bevestigd.

Tot slot werd ook de samenstelling van de raad van bestuur bestudeerd. Specifieker, de invloed van dit bestuursorgaan op de relatie tussen het belang dat gehecht wordt aan SEW en de kans dat het bedrijf geen gebruik maakt van bankfinanciering. Als eerste werd er gekeken naar de invloed van externen. Er werd verwacht dat indien externen zetelen in de raad van bestuur, de vergrote kans op een kapitaalstructuur zonder bankschulden, doordat het belang dat gehecht wordt aan SEW groot is, gereduceerd werd. Na het doorlopen van de testen werd ook deze verwachting niet bevestigd. De invloed van externen in de raad van bestuur op de beslissing om geen bankschulden aan te gaan, werd verwacht doordat externen de controlerende rol van de raad van bestuur doen toenemen. De raad van bestuur zou sneller ingrijpen wanneer het managementteam beslissingen neemt aan de hand van familiale doelen.

Door die focus op de controlerende taak, werd ook die rol van het bestuursorgaan onderzocht. Hieruit blijkt dat wanneer het belang dat gehecht wordt aan SEW hoog is, maar de raad van bestuur zeer controlerend actief is, de vergrote kans om geen bankkredieten aan te gaan, vermindert.

Inhoudstabel

PROBLEEMSTELLING	7
LITERATUURSTUDIE	11
KAPITAALSTRUCTUURTHEORIEËN	11
VERSCHIL FAMILIEBEDRIJF – NIET-FAMILIAAL BEDRIJF	12
HETEROGENITEIT BINNEN FAMILIEBEDRIJVEN	13
HYPOTHESEONTWIKKELING	15
TOP MANAGEMENTTEAM EN DE INVLOED OP BANKFINANCIERING BINNEN FAMILIEBEDRIJVEN	15
SOCIOEMOTIONAL WEALTH EN DE INVLOED OP BANKFINANCIERING BINNEN FAMILIEBEDRIJVEN	16
RAAD VAN BESTUUR EN DE INVLOED OP BANKFINANCIERING BINNEN FAMILIEBEDRIJVEN	18
GENERATIES EN DE INVLOED OP BANKFINANCIERING BINNEN FAMILIEBEDRIJVEN	19
CONCEPTUEEL MODEL	20
DATA	21
DATASET	21
VARIABELEN	22
BESCHRIJVENDE ANALYSE	27
EMPIRISCHE ANALYSE	31
ONDERZOEKSMETHODOLOGIE	31
RESULTATEN REGRESSIEANALYSES	31
CONCLUSIE	37
BIBLIOGRAFIE	41

1 Probleemstelling

Het *zero-leverage* fenomeen is een fenomeen dat al enkele jaren bestudeerd wordt binnen de literatuur. *Zero-leverage* bedrijven worden binnen de literatuur omschreven als bedrijven die zowel op korte als op lange termijn geen schulden bezitten in een bepaald jaar (Dang, 2009). In dit onderzoek werd er gefocust op familiale ondernemingen die *zero-leveraged* zijn op gebied van bankfinanciering en dus geen bankschulden bezitten.

Waarom zouden bedrijven geen bankfinanciering willen aangaan? Door het aangaan van schulden kunnen bedrijven aan de hand van belastingvoordelen de waarde van de onderneming zien stijgen (Strebulaev & Yang, 2013). Een ander voordeel van schuldfinanciering is dat de *agency* kost van het bedrijf daalt wanneer het bedrijf schulden aangaat. Dit komt doordat het bedrijf verplicht is om interesten te betalen aan haar schuldeisers. Hierdoor blijft er minder geld over voor de managers om hun eigenbelangen na te streven (Jensen, 1986). Ondanks de voordelen die gepaard gaan met schuldfinanciering beschikken bedrijven over minder schulden dan verwacht (Graham, 2000). Uit een internationaal onderzoek, betreffende 73 landen waaronder België, is te zien dat het aantal *zero-leverage* bedrijven steeg van 8% tot 17% en dit over een periode van 1990 tot 2010 (El Ghoul, Guedhami, Kwok, & Zheng, 2017).

Binnen de literatuur hebben verschillende onderzoekers dit fenomeen proberen te verklaren aan de hand van kapitaalstructuurtheorieën. Hierbij zijn de *trade-off* theorie en de *pecking order* theorie de twee voornaamste kapitaalstructuurtheorieën (Bessler, Drobetz, Haller, & Meier, 2013; Dang, 2013).

De *trade-off* theorie beweert dat elk bedrijf een optimale kapitaalstructuur heeft. Die optimale structuur is de balans tussen de kosten en de voordelen van schuldfinanciering. Bij de *pecking order* theorie opteert het bedrijf om eerst aan autofinanciering te doen, om vervolgens beroep te doen op schuldfinanciering en pas als laatste gebruik te maken van extern eigen vermogen (Dang, 2013). Om tot een verklaring te komen waarom bedrijven geen gebruik maken van schuldfinanciering bekijken onderzoekers het zero-leverage fenomeen vanuit een vraag- en aanbodperspectief (Bessler et al., 2013; Bigelli, Martin-Ugedo, & Sánchez-Vidal, 2014; Dang, 2013).

Onderzoekers verklaren vanuit het vraagperspectief dat bedrijven geen beroep willen doen op schuldfinanciering doordat minder goed presterende bedrijven ervoor vrezen dat ze de schuldeisers niet gaan kunnen terugbetalen. Vanuit het standpunt van de *trade-off* theorie gezien, wegen bij die bedrijven de kosten van schuldfinanciering zwaarder door dan de voordelen ervan. Hierdoor gaan die bedrijven de kosten rond financiële moeilijkheden en faillissement minimaliseren of zelfs vermijden door geen bankfinanciering aan te gaan. Een andere verklaring is dat bedrijven die hogere *cash flows* genereren meer *zero-leverage* gericht zijn, doordat ze toekomstige investeringen kunnen financieren met interne fondsen (Bigelli et al., 2014; Dang, 2013). Ook die laatste verklaring is gelieerd aan een kapitaalstructuurtheorie, namelijk de *pecking order* theorie. Doordat bedrijven met hoge *cash flows* de overgebleven winst kunnen herinvesteren in het bedrijf, is de vraag naar bankfinanciering kleiner.

De gevonden verklaringen voor het *zero-leverage* fenomeen zijn dus gelieerd aan de twee voornaamste kapitaalstructuurtheorieën, maar gelden die verklaringen ook voor familiebedrijven? Kan de *trade-off* theorie en de *pecking order* theorie volledig verklaren waarom sommige familiebedrijven geen gebruik maken van bankfinanciering en anderen wel?

Naast bedrijfsdoelen ervaren familiebedrijven ook familiale doelen. Om verklaringen omtrent het *zero-leverage* fenomeen bij familiebedrijven te vervolledigen, moet er dus ook rekening gehouden worden met die familiale doelen en hierin schieten de kapitaalstructuurtheorieën tekort.

Andere verklaringen vanuit het aanbodperspectief gezien, is dat niet alle bedrijven (makkelijk) toegang hebben tot bankfinanciering. Een voorbeeld hiervan is dat banken geen financiering willen verlenen aan onder andere jonge bedrijven, doordat die bedrijven relatief klein zijn en nog veel groeimogelijkheden hebben. De moeilijke toegang tot financiële externe bronnen wordt veroorzaakt doordat de prestaties van die jonge bedrijven nog niet optimaal zijn. Hierdoor worden die bedrijven bijna verplicht om *zero-leveraged* te opereren. Niet alleen jonge bedrijven ondervinden die financiële drempel, maar ook bedrijven met vooral immateriële activa (Bessler et al., 2013; Bigelli et al., 2014; Dang, 2013). Binnen het aanbodperspectief zijn er naast deze redenen nog verschillende anderen waarom het voor bedrijven niet altijd even gemakkelijk is om beroep te doen op bankfinanciering. Echter, in dit onderzoek werd er enkel gekeken vanuit het vraagperspectief.

De voorafgaande vermelde studies leveren verschillende verklaringen op waarom een bedrijf al dan niet gebruik maakt van bankfinanciering. Ook concluderen deze studies dat familiebedrijven vaker *zero-leveraged* zijn dan niet-familie bedrijven. Dit wordt onder andere verklaard doordat familiebedrijven niet alleen bedrijfsgerichte doelen hebben, maar ook familiale doelen. Eén van die familiale doelen is het lange termijn bestaan van het bedrijf, zodat het bedrijf overgedragen kan worden doorheen verschillende generaties. Door het verlangen naar een lange termijn bestaan verhoogt het waargenomen schuldrisico en zijn familiebedrijven minder geneigd om schuldfinanciering aan te gaan (Strebulaev & Yang, 2013). Echter, de onderzoekers benaderen familiebedrijven vaak als één geheel en houden geen rekening met de heterogeniteit binnen familiebedrijven.

Onderzoeken die wel rekeninghouden met die heterogeniteit vinden vooral verklaringen met betrekking tot welke familiale bedrijven meer of minder gebruik maken van bankfinanciering (Ampenberger, Schmid, Achleitner, & Kaserer, 2009; McConaughy, Matthews, & Fialko, 2001; Sonfield & Lussier, 2004). De bekomen resultaten verklaren dus waarom sommige familiebedrijven minder aan bankfinanciering doen dan anderen, maar ze verklaren niet waarom sommige familiaal gecontroleerde bedrijven de schuldfinanciering volledig vermijden.

Een onderzoek dat wel het *zero-leverage* fenomeen probeert te verklaren bij familiebedrijven komt tot de conclusie dat de neiging om geen bankschulden aan te gaan groter is wanneer er familieleden zetelen in de raad van bestuur (González, Guzmán, Pombo, & Trujilo, 2012).

Ook al zijn er rond dit onderwerp nog niet veel studies uitgevoerd, toch is het belangrijk om te weten waarom sommige familiebedrijven bewust de keuze maken om geen gebruik te maken van bankfinanciering. In België zijn 77% van alle ondernemingen familiebedrijven. Die familiebedrijven zijn verantwoordelijk voor 45% van de Belgische werkgelegenheid. Specifieker, 55% van de grotere bedrijven, bedrijven met minstens 200 werknemers, zijn familiaal gecontroleerd. Tot slot staan familiebedrijven in voor 33% van het bruto binnenlands product (FBN Belgium, z.j.). Doordat een groot deel van de economie bestaat uit familiebedrijven, is het belang van kennis rond en over die bedrijven groot.

Onderzoek wijst dus al uit dat familiebedrijven meer *zero-leveraged* opereren dan niet-familiebedrijven. Maar geldt dit wel voor elk familiebedrijf? Heeft elk familiaal gecontroleerd bedrijf het verlangen om het bedrijf over te dragen aan de volgende generaties? Heeft elk familiebedrijf naast de bedrijfsgerichte doelen ook familiale doelen? In dit onderzoek werd de focus gelegd op de heterogeniteit tussen familiebedrijven en werd er gekeken vanuit een vraagperspectief. Het zoeken naar verklaringen waarom sommige familiebedrijven wel gebruik maken van bankfinanciering en anderen niet.

Zoals reeds vermeld focust de bestaande literatuur omtrent het *zero-leverage* fenomeen zich vooral op de verschillen tussen familiale en niet-familiale bedrijven. Onderzoeken die alleen toegespitst zijn op familiebedrijven vinden voornamelijk verklaring omtrent het aangaan van meer of minder bankschulden en dus niet omtrent het volledig vermijden van bankfinanciering. Met dit onderzoek wordt de bestaande literatuur aangevuld door de heterogeniteit bij familiebedrijven te onderzoeken en significante relaties tussen de heterogeniteitsdeterminanten en de keuze voor *zero-leverage* aan het licht te brengen.

2 Literatuurstudie

2.1 Kapitaalstructuurtheorieën

Sinds de verschijning van de wetenschappelijke paper van Modigliani en Miller (1958) over de kapitaalstructuurkeuze van een bedrijf en het effect ervan, werd er al veel onderzoek uitgevoerd omtrent dit onderwerp (Cronqvist, Makhija, & Yonker, 2012; Harris & Raviv, 1991). De verschillende theorieën over de kapitaalstructuur van een onderneming proberen allemaal de optimale structuur tussen vreemd- en eigen vermogen te verklaren. Er zijn veel verschillende kapitaalstructuurtheorieën, maar er is geen universele theorie over de optimale verhouding tussen vreemd- en eigen vermogen (Myers, 2001). De vele aandacht die besteed wordt binnen de literatuur aan de kapitaalstructuur, weerspiegelt het fundamenteel belang van de kapitaalstructuurkeuze bij ondernemingen. Eén van de oudste vragen over dit onderwerp is of bedrijven wel een optimale schuldratio hebben of niet (Graham & Harvey, 2001). Binnen dit onderzoek werden de twee voornaamste kapitaalstructuurtheorieën toegelicht, alsook het agency probleem en het *zero-leverage* fenomeen.

Een eerste theorie is de *trade-off* theorie. Die theorie concludeert dat bedrijven een optimale verhouding hebben tussen vreemd- en eigen vermogen. Die optimale verhouding wordt bepaald door de afweging tussen de voordelen en de kosten van schuldfinanciering. Het voornaamste voordeel van het aangaan van bankfinanciering is het belastingvoordeel dat ontstaat doordat de interesten aftrekbaar zijn. Hiertegenover staat de voornaamste kost, namelijk het risico om in financiële moeilijkheden te geraken (Graham & Harvey, 2001).

Een tweede theorie is de *pecking order* theorie. De *pecking order* theorie verklaart de kapitaalstructuur aan de hand van een financiële hiërarchie. Om een nieuwe investering uit te voeren, opteert het bedrijf volgens deze theorie om eerst gebruik te maken van haar interne fondsen. Indien het bedrijf hiervoor niet liquide genoeg is, doet ze beroep op schuldfinanciering. Pas als laatste maakt de onderneming gebruik van extern eigen vermogen. Ondernemingen die investeringen financieren met interne fondsen, kunnen een financiële speling opbouwen. Dit kan gebeuren door het uitkeren van dividenden te beperken. De opgeslagen cash wordt dan gehouden als reserve leenvermogen (Myers & Majluf, 1984).

De *trade-off*-en *pecking order* theorie zijn de theorieën die het vaakst gebruikt worden als theoretisch kader bij het bestuderen van het vraagperspectief van het *zero-leverage* fenomeen. *Zero-leverage* bedrijven, bedrijven die geen gebruik maken van bankfinanciering, komen steeds vaker voor. Vanuit het vraagperspectief gezien, is één van de verklaringen om *zero-leveraged* te opereren het vermijden van kosten omtrent het risico van financiële moeilijkheden en eventueel faillissement. Deze verklaring is gelieerd aan de *trade-off* theorie. Bedrijven die minder goed presteren, vrezen ervoor dat ze de schuldeisers niet gaan kunnen terugbetalen en ervaren sneller dat de kosten van schuldfinanciering de voordelen ervan gaan overstijgen, waardoor ze het gebruik van bankfinanciering gaan vermijden. Een verklaring vanuit de *pecking order* theorie is dat *zero-leverage* bedrijven, bedrijven kunnen zijn die beschikken over voldoende interne fondsen om haar toekomstige investeringen te financieren (Bigelli et al., 2014; Dang, 2013).

Deze bovenstaande verklaringen zijn gebaseerd op private en publieke bedrijven en houden dus geen rekening met de verschillen tussen familiaal gecontroleerde bedrijven en niet-familiale bedrijven. Echter, familiebedrijven maken een groot deel uit van de economie en is het van belang dat er rekening gehouden wordt met die verschillen.

Bedrijven moeten tijdens het maken van de kapitaalstructuurkeuze ook rekening houden met mogelijke agency problemen. Een agency probleem ontstaat door de relatie tussen een principaal en een agent. In die relatie heeft de agent de macht over het vermogen van de principaal om bepaalde diensten uit te voeren. Vertaald naar de bedrijfscontext bevindt het agency probleem zich in de relatie tussen de manager(s) en de aandeelhouder(s). Wanneer beiden hun eigen nut willen maximaliseren, bestaat de kans dat de manager niet altijd zal handelen in belang van de aandeelhouder. Het probleem ontstaat dus door de scheiding van eigendom en management (Jensen & Meckling, 1976).

Het bepalen van de dividenduitkering veroorzaakt vaak een agency probleem. Wanneer bedrijven dividenden uitkeren, dalen de middelen voor de managers om te investeren en daalt dus ook hun controle (Jensen & Meckling, 1976). Het aangaan van schulden is een effectieve manier om dergelijke agency kosten en conflicten te verminderen. Schuldfinanciering veroorzaakt dat de free cash flow die beschikbaar is voor de aandeelhouders en voor het management daalt doordat de interesten van de schuldeisers eerst betaald moeten worden (Jensen, 1986).

Bedrijven met agency problemen kunnen hier dus op reageren door schulden aan te gaan. Betekent dit dan ook dat *zero-leverage* bedrijven, bedrijven zonder bankschulden, meer inefficiënte investeringen uitvoeren doordat managers meer macht hebben en hun eigenbelangen gaan maximaliseren (Huang, Li, & Gao, 2015)? Aan de hand van de agency theorie kan er wel verklaard worden waarom familiebedrijven vaker *zero-leveraged* zijn dan niet-familiaal gecontroleerde bedrijven. Familiebedrijven waarin zowel eigendom als management in handen is van dezelfde familie ervaren minder agency kosten dan andere bedrijven. Hierdoor valt één van de voordelen van schuldfinanciering, namelijk het verminderen van agency kosten, voor die bedrijven weg (Ampenberger et al., 2009).

2.2 Verschil familiebedrijf – niet-familiaal bedrijf

Binnen de literatuur zijn er al veel studies uitgevoerd omtrent de verschillen tussen familiebedrijven en andere ondernemingen, zowel op organisatorisch vlak als op vlak van prestatievermogen. Hierbij is de algemene conclusie dat familiebedrijven een grotere kans op slagen hebben dan anderen dankzij een ongeëvenaard competitief voordeel omtrent de werking van het management en de bedrijfswaarden (Habbershon & Williams, 1999).

Enkele unieke familiale bronnen zijn: menselijk kapitaal, sociaal kapitaal, geduldig kapitaal en overlevingsvermogen. Elk van die bronnen kunnen familiebedrijven onderscheiden van niet-familiebedrijven (Sirmon & Hitt, 2003). Binnen familiebedrijven zijn de aandeelhouders vaak zeer toegewijd, waardoor die bedrijven ook beschikken over geduldig kapitaal. Dit wil zeggen dat familiebedrijven beschikken over kapitaal dat op lange termijn belegd wordt (Zellweger, 2007). Het positieve gevolg van de toewijding van de aandeelhouders, die vaak ook familieleden zijn, is dat die bedrijven ook een lagere agency kost ervaren (Ali, Chen, & Radhakrishnan, 2007).

Een ander gevolg van het geduldig kapitaal binnen familiebedrijven is dat die bedrijven dividenden kunnen beperken of de uitkering ervan zelfs kunnen uitstellen doordat de aandeelhouders net zoals het management op lange termijn denken (Lotfaliei, 2018). Hierdoor kan het bedrijf makkelijker een financiële speling opbouwen, waardoor toekomstige investeringen met interne fondsen gefinancierd kunnen worden en er dus minder of zelfs geen vraag is naar schuldfinanciering (Myers & Majluf, 1984).

Ook hebben familiebedrijven een langere tijdshorizon. Familiebedrijven streven naar onafhankelijkheid op lange termijn en naar opvolging binnen de familie. Door die langere tijdshorizon kunnen familiaal gecontroleerde bedrijven een lagere kost van eigen vermogen ervaren (Zellweger, 2007). Die lagere kost ontstaat door het familie-effect. Wanneer het bedrijf geleid wordt door een hechte familie die zeer toegewijd is, verwachten de familiale aandeelhouders een lagere of zelfs geen return op korte termijn. Dankzij dit effect kan de kost van eigen vermogen voor familiebedrijven goedkoper zijn dan voor niet-familiaal gecontroleerde bedrijven (de Visscher, Aronoff, & Ward, 2011). Een gevolg hiervan is dat één van de voordelen van schuldfinanciering, namelijk dat de kost van vreemd vermogen goedkoper is dan die van eigen vermogen, hierdoor verzwakt. Familiebedrijven waar het familie-effect aanwezig is, ervaren hierdoor dat de kosten van schuldfinanciering de voordelen sneller overstijgen.

Tot slot hebben familiebedrijven naast het doel om de bedrijfswaarde te maximaliseren ook familiale doelen en die doelen komen niet altijd overeen (Bertrand & Schoar, 2006; González et al., 2012). Die familiedoelen en de relatie tussen de familiale- en bedrijfsdoelen verschillen van familiebedrijf tot familiebedrijf.

2.3 Heterogeniteit binnen familiebedrijven

Dit onderzoek focust zich op de heterogeniteit tussen familiebedrijven. Hiervoor werd er gefocust op de *socioemotional wealth* theorie als theoretisch kader binnen dit onderzoek.

Socioemotional wealth (SEW) verwijst naar de niet-financiële aspecten en de affectieve behoeften van de familiale eigenaars (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012). De *socioemotional wealth* theorie herkent de uniekheid van familiebedrijven omtrent het hebben van zowel financiële als niet-financiële doelen en hoe die doelen de kadering van problemen en de genomen acties beïnvloeden (Naldi, Cennamo, Corbetta, & Gomez-Mejia, 2013).

SEW kan opgedeeld worden in enkele dimensies, namelijk de familiale drang om de controle te behouden; het toekennen van belangrijke functies aan familieleden, zoals bijvoorbeeld het zetelen in de raad van bestuur of manager zijn binnen het top managementteam...; het behouden van de sterke familiale identiteit; het voortzetten van de familiale dynastie... (Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007). Deze dimensies worden samengevat in vijf collectieve dimensies, namelijk de FIBER-dimensies (Berrone et al., 2012).

De eerste dimensie, *Family control and influence*, refereert naar de drang om de familiale controle en invloed te behouden. De tweede dimensie, *Family member's identification with the firm*, houdt rekening met de unieke identiteit die verbonden is aan het familiebedrijf en hierdoor ook verbonden is aan de familieleden. De volgende dimensie is de *binding social ties*-dimensie. Deze dimensie verwijst naar de sociale relaties die de familie opgebouwd heeft.

De voorlaatste dimensie, *Emotional attachment*, houdt rekening met de affectieve aspecten binnen SEW en met de rol van emoties binnen de familiale bedrijfscontext. Tot slot de *renewal of family bonds to the firm through dynastic succession*-dimensie. De laatste dimensie verwijst naar de wens van de eigenaar om het bedrijf over te dragen aan de volgende generatie (Berrone et al., 2012). Vaak is het overdragen van het bedrijf aan de volgende generatie het hoofddoel van een familiebedrijf (Zellweger, 2007).

Typisch voor familiebedrijven is dat ze gemotiveerd zijn door het behoud van SEW. Hieruit volgt dat een daling of stijging van *socioemotional wealth* het algemeen kader voorstelt dat een familiebedrijf gebruikt om strategische- en beleidskeuzes te maken. Familiale eigenaars gaan dus steeds proberen in te schatten hoe bepaalde beslissingen SEW gaan beïnvloeden. Wanneer bepaalde acties kunnen leiden tot een daling van SEW is de familie bereid om andere niet-economisch gedreven beslissingen te nemen. Familiale managers en eigenaars nemen dus eerder een risicoaverse houding aan ten opzichte van *socioemotional wealth* binnen het bedrijf dan ten opzichte van mogelijke financiële verliezen (Berrone et al., 2012; Naldi et al., 2013).

Door het belang van *socioemotional wealth* binnen familiebedrijven kan er een dilemma ontstaan tijdens het nemen van strategische beslissingen, namelijk het kiezen voor het behoud van de huidige SEW of het kiezen voor het nastreven van een mogelijke toekomstige financiële rijkdom ook al kan dat leiden tot een daling van SEW (Gomez-Mejia, Patel, & Zellweger, 2015). Tijdens het bepalen van de kapitaalstructuur vertaalt dat dilemma zich in twee verschillende motivaties, namelijk het aangaan van een lagere schuldgraad door de risicoaverse houding van de familieleden of het aangaan van een hogere schuldgraad door de nood aan financiële groei zonder controleverlies (González et al., 2012).

Vanuit een financiële context gezien, maken familiebedrijven minder gebruik van bankfinanciering doordat ze de controlerende rol van de banken willen vermijden. Wel verkiezen familiaal gecontroleerde bedrijven schulden boven extern eigen vermogen doordat ze de controle van het bedrijf willen behouden (Pindado & Requejo, 2015).

De literatuur benadrukt het belang van SEW en vooral het belang van het behoud van SEW binnen familiebedrijven, maar geldt die drang van behoud voor elk familiebedrijf? Familiale hechtheid met de organisatie neemt af naarmate de volgende generaties het bedrijf leiden (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999; Gomez-Mejia et al., 2007). Ook hecht elke familie andere waardes aan de FIBER-dimensies (Berrone et al., 2012; Naldi et al., 2013).

3 Hypotheseontwikkeling

Binnen dit onderzoek werd er gefocust op de heterogeniteit binnen familiebedrijven. Die heterogeniteit werd opgedeeld in vier dimensies, namelijk: de samenstelling van het top managementteam, het belang dat gehecht wordt aan SEW binnen het familiebedrijf, de samenstelling van de raad van bestuur en de generatie die het bedrijf leidt. De hypothesen werden gelieerd aan de *socioemotional wealth* theorie.

3.1 Top managementteam en de invloed op bankfinanciering binnen familiebedrijven

De ideale bedrijfsstructuur is wanneer eigendom en controle gescheiden zijn. Bij familiebedrijven zijn eigendom en controle beiden in handen van de familie (Carney, 2005). De bedrijfsstructuur van familiebedrijven bestaat dus uit twee interactieve systemen, namelijk het bedrijfs- en het familiale systeem, waardoor familieleden binnen het bedrijf zowel een familiale rol als een bedrijfsrol hebben.

Het bedrijfssysteem bestaat uit het top managementteam, de raad van bestuur en de aandeelhoudersvergadering. Het doel van het familiale systeem is het creëren van cohesie en van een gemeenschappelijke visie binnen de familie (Siebels & Knyphausen-Aufseß, 2012). Binnen dit onderzoek werd er eerst gefocust op het top managementteam en vervolgens op de raad van bestuur.

Het hoofddoel van het top managementteam is het uitvoeren van de bedrijfsstrategie (Siebels & Knyphausen-Aufseß, 2012). Heterogeniteit binnen het top managementteam is een belangrijk aspect voor het maken van strategische beslissingen. Bij familiebedrijven ontbreekt die heterogeniteit vaak binnen het managementteam (Sirmon & Hitt, 2003) Dit kan verklaard worden met de *socioemotional wealth* theorie. De eerste dimensie van de FIBER-dimensies is het behoud van familiale controle en invloed binnen het bedrijf. Familiebedrijven proberen die controle en invloed te behouden door familieleden onder andere een functie te geven binnen het top managementteam, waardoor de heterogeniteit afneemt (Berrone et al., 2012).

Het gevolg van een managementteam dat vooral bestaat uit familieleden is dat tijdens het nemen van strategische beslissingen er niet alleen vanuit bedrijfsperspectief gehandeld wordt, maar ook vanuit het familiale perspectief. Familiale managers bestuderen het effect op SEW van bepaalde acties. Wanneer een bepaalde actie leidt tot een daling van *socioemotional wealth*, dan kunnen de managers andere niet-economisch gedreven beslissingen nemen (Berrone et al., 2012; Naldi et al., 2013).

Die risicoaverse houding ten opzichte van *socioemotional wealth* binnen het bedrijf heeft ook invloed op de keuze omtrent de kapitaalstructuur en op de keuze omtrent het al dan niet gebruik maken van bankfinanciering. Familiebedrijven hebben het familiale doel om de controle van het bedrijf binnen de familie te houden (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Door het aangaan van bankschulden ervaart de familie een daling in controle doordat banken een controlerende rol hebben wanneer bedrijven beschikken over bankschulden (Pindado & Requejo, 2015).

Dit nadeel van bankfinanciering weegt voor familiaal gecontroleerde bedrijven zwaar door. Een ander nadeel van bankfinanciering voor familiebedrijven is de kost van bankschulden, namelijk de kost omtrent financiële moeilijkheden en het verhoogde faillissementsrisico (Bigelli et al., 2014; Dang, 2013).

De controle van een bedrijf dat haar schulden niet kan terugbetalen, komt in handen van de externe financierder. Door deze kost van bankfinanciering komt de wens van de familiale eigenaar om het bedrijf over te dragen aan de volgende generatie in gedrang. Vaak is het overdragen van het bedrijf aan de volgende generatie het hoofddoel van een familiaal gecontroleerd bedrijf (Zellweger, 2007). Doordat de kosten van bankfinanciering de nadelen overtreffen voor familiebedrijven gaan ze bankfinanciering vermijden (Bigelli et al., 2014; Dang, 2013).

Hieruit kan afgeleid worden dat het belang van *socioemotional wealth* binnen het bedrijf stijgt wanneer familieleden deel uitmaken van het top managementteam. Doordat er familieleden zitten in het top managementteam is er een overlapping tussen het bedrijfs- en het familiale systeem. Tijdens het nemen van strategische beslissingen wordt er nu ook rekening gehouden met de familiale doelen. De nadelen van bankfinanciering zijn in conflict met de familiale doelen, zoals de overdrachtswens en het behoud van controle en invloed, waardoor familiebedrijven opteren om geen bankschulden aan te gaan. De aanwezigheid van niet-familieleden in het top managementteam gaat ervoor zorgen dat beslissingen vanuit een bedrijfs perspectief genomen worden en doet het belang dat aan SEW gehecht wordt, dalen.

H1: Wanneer er niet-familieleden zetelen in het topmanagementteam daalt het belang dat gehecht wordt aan socioemotional wealth binnen het bedrijf.

3.2 Socioemotional wealth en de invloed op bankfinanciering binnen familiebedrijven

Familiebedrijven worden, in tegenstelling tot de niet-familiale bedrijven, niet enkel gedreven door bedrijfsdoelen, maar ze worden ook gemotiveerd door niet-financiële factoren (Cennamo, Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012). Die niet-financiële doelen zijn beter gekend als *socioemotional wealth*. SEW kan opgedeeld worden in de FIBER-dimensies. Kort samengevat staan de FIBER-dimensies voor het behoud van familiale controle en invloed, de unieke identiteit die verbonden is aan het bedrijf en aan de familieleden, de sociale relaties die de familie opgebouwd heeft over de jaren heen, het emotionele aspect binnen het familiebedrijf en tot slot de overdrachtswens van de eigenaar (Berrone et al., 2012).

SEW speelt een belangrijke rol in het nemen van strategische beslissingen. *Socioemotional wealth* is vaak de primaire referentie om beslissingen te nemen. Wanneer een bepaalde strategische besluit voor een potentiële SEW-verlies kan zorgen, is de familie bereid om een niet-economisch gedreven beslissing te nemen (Gomez-Mejia et al., 2007). Om na te gaan of familiebedrijven eerder wel of niet gebruik maken van bankfinanciering, moet er dus gekeken worden wat het effect van bankschulden is op de familiale doelen.

Het aangaan van bankschulden brengt zowel voor- als nadelen met zich mee. Het voordeel is dat de interesten die betaald moeten worden aan de schuldeisers fiscaal aftrekbaar zijn. Een nadeel van bankfinanciering is dat de kans dat het bedrijf in financiële moeilijkheden terecht komt groter is. Er is namelijk een kans dat het bedrijf haar schulden niet zou kunnen terugbetalen. Dit leidt dan ook tot een verhoogd faillissementsrisico (Korteweg, 2010). Welke invloed hebben die nadelen op het behoud van *socioemotional wealth* binnen een familiebedrijf? Voor vele familiebedrijven is het belangrijkste familiale doel de wens om het bedrijf over te dragen aan de volgende generatie (Zellweger, 2007). Het faillissementsrisico van bankfinanciering wordt binnen de familie gezien als een bedreiging op het behoud van SEW. Familiebedrijven die de drang hebben om SEW te behouden, gaan een andere financieringsbeslissing nemen, ook al is die beslissing economisch minder interessant (Gomez-Mejia et al., 2007). Ook de controlerende rol van de bank heeft een negatieve invloed op het behoud van SEW, doordat de familie dit ervaart als een controleverlies over het bedrijf (Pindado & Requejo, 2015).

Van een *trade-off* perspectief gezien, wegen de kosten van bankfinanciering zwaarder door dan de voordelen voor familiebedrijven, dit komende door de niet-financiële doelen van het bedrijf.

Een ander onderzoek wijst uit dat familiebedrijven eerder overeenkomen met de *pecking order* theorie (López & Sánchez-Andújar, 2007). Ook dit kan verklaard worden aan de hand van de *socioemotional wealth* theorie, specifiek aan de hand van de behoud van controle en invloed-dimensie. Familiebedrijven geven de voorkeur aan interne fondsen als financieringsmiddel, doordat er dan geen sprake is van controle- en invloedverlies. Vervolgens geven die bedrijven de voorkeur aan bankfinanciering in de plaats van aan extern eigen vermogen. Dit komt doordat de banken een controlerende rol spelen, terwijl bij extern eigen vermogen het familiebedrijf effectief controleverlies ervaart alsook invloedverlies.

Er kan dus gesteld worden dat de nadelen van bankfinanciering tegenstrijdig zijn met de familiale doelen van het bedrijf. Hierdoor vermijden familiaal gecontroleerde bedrijven bankfinanciering om op die manier het behoud van SEW te garanderen. Echter, indien het familiebedrijf in financiële moeilijkheden zit en het bedrijf de op voorhand vastgelegde waarden niet gaat behalen, komen de economische doelen van het bedrijf wel overeen met de familiale doelen. Familiebedrijven zijn dan bereid om bankschulden aan te gaan en controleverlies te aanvaarden, als dit ervoor zorgt dat het bedrijf niet failliet gaat en hierdoor de overdrachtswens niet in gevaar komt (Chrisman & Patel, 2012).

H2: Het belang dat gehecht wordt aan het behoud van socioemotional wealth binnen een familiebedrijf is positief gerelateerd aan de keuze om als bedrijf zero-leveraged te opereren.

3.3 Raad van bestuur en de invloed op bankfinanciering binnen familiebedrijven

De raad van bestuur heeft binnen een bedrijf zowel een controlerende als een adviserende taak (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997; Jensen & Meckling, 1976). In dit onderzoek werd er enkel gefocust op de controlerende rol van de raad van bestuur. Specifieker, de controlerende rol op beslissingen omtrent de kapitaalstructuur en het gebruik van bankfinanciering.

De raad van bestuur controleert het top managementteam en gaat na of zij de bedrijfsdoelen nastreven in plaats van hun eigenbelangen te maximaliseren (Jensen & Meckling, 1976). Onderzoek wijst uit dat familiebedrijven vaak niet de voorkeur geven aan een onafhankelijke raad van bestuur omwille van het controleverlies op het nemen van beslissingen. Een onafhankelijke raad van bestuur ziet er op toe dat het managementteam de beste economische gerelateerde keuze maakt en zich niet laat leiden door een mogelijk SEW-verlies (Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007). Echter, wanneer er familieleden zetelen in de raad van bestuur daalt de efficiëntie rond het nemen van beslissingen. Dit komt door de risicoaverse houding van familieleden omtrent de familiale doelen (González et al., 2012).

De *socioemotional wealth* theorie concludeert dat familieleden beslissingen nemen aan de hand van het behoud van SEW. Acties die ervoor zorgen dat SEW binnen het familiebedrijf daalt, worden vervangen door niet-economisch gerelateerde acties, zodat het mogelijke SEW-verlies vermeden wordt (Berrone et al., 2012; Naldi et al., 2013).

De samenstelling van de raad van bestuur beïnvloedt die relatie tussen het top managementteam, SEW en de keuze om geen bankschulden aan te gaan. Externe bestuurders doorbreken de relatie tussen de familiale wensen en SEW, doordat de externe bestuurders gaan controleren of de beste economische keuze gemaakt wordt in plaats van de beste familiale keuze (Goel, Voordeckers, van Gils, & van den Heuvel, 2013).

Hieruit kan afgeleid worden dat externe bestuurders in de raad van bestuur de strategische beslissingen van het top managementteam gaan controleren. Er gaat gecontroleerd worden of de beslissing genomen is vanuit het bedrijfsperspectief en niet vanuit het perspectief van de familiale doelen. Op gebied van bankfinanciering betekent dit dat een externe raad van bestuur ingrijpt als het top managementteam, bestaande uit familieleden, beslist om geen gebruik te maken van bankfinanciering omdat dit zou leiden tot controleverlies.

H3: Wanneer er externe bestuurders zetelen in de raad van bestuur neemt het positieve effect van socioemotional wealth op zero-leverage af.

3.4 Generaties en de invloed op bankfinanciering binnen familiebedrijven

In de eerste 25 jaar van het bedrijf is het belang van SEW zeer hoog voor de familieleden. Wanneer de volgende generaties het bedrijf binnenstappen, daalt dat SEW-belang. Dit komt doordat de familieleden van de volgende generaties uit verschillende familietakken komen, waardoor de voeling en de identificatie met het bedrijf vermindert. De emotionele relaties tussen de familieleden verzwakken naarmate de generaties vorderen, waardoor er een grotere kans op conflicten ontstaat (Gottardo & Moisello, 2015; Le Breton-Miller & Miller, 2013).

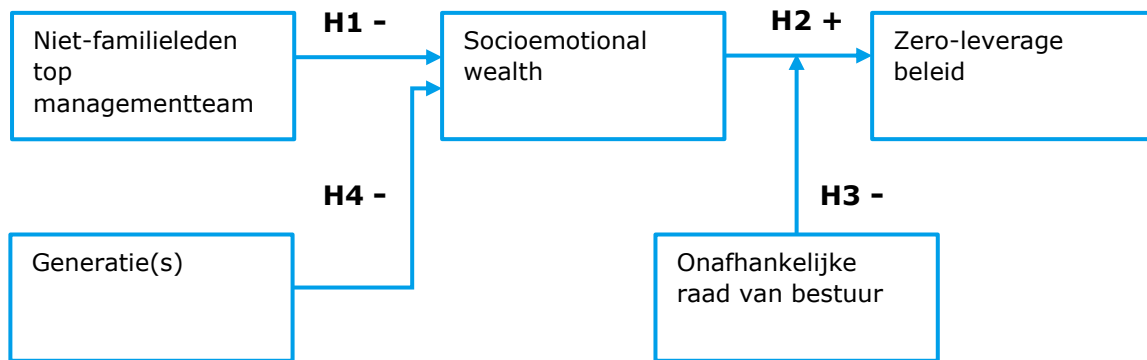
De verschillende fases van het familiebedrijf en de manier waarop de familie betrokken is in het bedrijf heeft een invloed op de *socioemotional wealth*. Elke fase van het bedrijf heeft typische familiale eigenschappen die SEW beïnvloeden. De eerste fase is de *family founder*-fase. In deze fase wordt het bedrijf volledig gedomineerd door de oprichter. Het ultieme doel van de oprichter is bedrijfsgericht, namelijk het bedrijf doen groeien en economisch gezond maken, om op die manier het prioritaire SEW-doel, de overdrachtswens, te volbrengen. Ook zijn de oprichters van een familiebedrijf vaak zeer emotioneel verbonden met het bedrijf (Le Breton-Miller & Miller, 2013).

Nadat de oprichter het bedrijf verlaten heeft, is het aan de kinderen om het familiebedrijf verder te leiden. Ook in deze fase is de emotionele verbondenheid met het bedrijf groot, alsook de drang om de controle en invloed binnen de familie te behouden. Doordat er in deze fase verschillende familieleden binnen het bedrijf werken, is er een grotere kans op conflicten (Le Breton-Miller & Miller, 2013). Die kans op conflicten blijft stijgen naarmate ook de neven en nichten op de voorgrond van het bedrijf komen. Doordat er nu mensen uit verschillende familietakken actief zijn in het bedrijf stijgt niet enkel de kans op conflicten, maar stijgt ook de complexiteit binnen het bedrijf. Sommige familieleden willen investeren in de groei van het bedrijf, terwijl anderen graag resultaat zien op korte termijn en dividenden willen ontvangen. Daarnaast verzwakken ook de emotionele relaties tussen de familieleden onderling en neemt de emotionele verbondenheid met het bedrijf af (Le Breton-Miller & Miller, 2013; Sciascia, Mazzola, & Kellermanns, 2014).

Er kan dus gesteld worden dat naarmate er meer generaties betrokken zijn in het bedrijf, het belang dat aan SEW gehecht wordt, afneemt. Dit komt doordat de familieleden uit latere generaties minder verbonden zijn met elkaar doordat ze van verschillende familietakken afkomstig zijn. Hierdoor daalt de voeling met het bedrijf, alsook de identificering ermee. Doordat SEW daalt, worden familiale doelen minder prioritair en komen de bedrijfsdoelen op de voorgrond terecht. Dit heeft tot gevolg dat er meer gefocust wordt op de stijging van de financiële prestaties van het bedrijf, wat leidt tot het maken van een objectievere beslissing omtrent bankfinanciering (Sciascia et al., 2014).

H4: Naarmate het bedrijf in handen is van latere generaties neemt het belang van socioemotional wealth af binnen het bedrijf.

3.5 Conceptueel model



4 Data

4.1 Dataset

Binnen dit onderzoek werd er een kwantitatief onderzoek uitgevoerd om de hypothesen te testen. De gebruikte dataset is afkomstig van een enquête die afgenomen werd in 2015 in kader van eerder onderzoek. Die enquête werd uitgestuurd naar familiebedrijven binnen Vlaanderen. In totaal vulden 546 respondenten het onderzoek in. De bevraging verzamelde informatie over onder andere de samenstelling van het top managementteam, de raad van bestuur, de leidinggevende generatie... Ook werd het SEW-belang gemeten door het bevragen van twaalf beweringen omtrent *socioemotional wealth* en dit aan de hand van een vijfpunts-Likertschaal.

Om dit onderzoek tot een goed einde te brengen, werden er ook financiële gegevens verzameld over de respondenten. Dit gebeurde via de Bel-First databank. Bel-First bevat veelomvattende informatie over zowel Belgische als Luxemburgse bedrijven ([Bydinfo](#), z.j.). Echter, 30 ondernemingsnummers werden niet teruggevonden, waardoor er een eerste schifting plaatsvond en er 516 bedrijven overbleven. Vervolgens werd de beschikbaarheid van de financiële gegevens van de bedrijven voor het jaar 2015 gecontroleerd. Na deze controle bleven er nog 505 bedrijven over. Tot slot werd ook nagegaan of het bedrijf effectief een familiebedrijf is. Hiervoor werd gekozen voor de voorwaarde "meer dan 50% van de eigendom is in handen van de familie". Na het toepassen van die voorwaarde bleven er 337 respondenten over. De gebruikte voorwaarde werd onder andere afgeleid van de studie van Chua, Chrisman en Sharma (1999). Uit die studie blijkt dat de betrokkenheid van de familie geen goede indicator is voor het nagaan van de familiale intenties. Hierdoor is het schiften tussen familiebedrijven en niet-familiaal gecontroleerde bedrijven op basis van de familiale betrokkenheid niet altijd betrouwbaar. Een andere reden om eigendom als enige voorwaarde te nemen, is dat tijdens dit onderzoek de invloed van de betrokkenheid van familieleden in het top managementteam en in de raad van bestuur geanalyseerd werd.

Na het verzamelen van alle nodige data werden de hypothesen getest via het statistisch computerprogramma, SPSS.

4.2 Variabelen

Afhankelijke variabelen

Het doel van het onderzoek is het opsporen van mogelijke verklaringen waarom sommige familiebedrijven geen gebruik maken van bankfinanciering en anderen wel. Hiervoor werd het niet gebruik maken van bankfinanciering gedefinieerd als "zero-leverage" en is deze variabele de afhankelijke variabele binnen dit onderzoek. Om de hypothesen te kunnen testen en regressieanalyses te kunnen uitvoeren, is de afhankelijke variabele een dummy variabele. Bij bedrijven die geen bankschulden hebben, heeft de afhankelijke dummy variabele de waarde één. Indien het bedrijf wel beschikt over bankschulden is de waarde van de variabele nul.

Op de balans worden schulden opgedeeld in twee categorieën, namelijk schulden op minder dan één jaar en schulden op meer dan één jaar. Dit geldt ook voor de schulden bij kredietinstellingen. Binnen dit onderzoek werden zowel de schulden bij kredietinstellingen op minder dan één jaar als op meer dan één jaar bestudeerd. Deze variabelen werden binnen het onderzoek geformuleerd als volgt: "ZL_KT" en "ZL_LT".

Onafhankelijke variabelen

In de eerste hypothese werd de invloed van niet-familieleden binnen het top managementteam getest op de keuze om *zero-leveraged* te opereren. Hierdoor is de samenstelling van het top managementteam de eerste onafhankelijke variabele. Specifieker, de eerste onafhankelijke variabele is een dummy variabele die de waarde één kreeg wanneer er niet-familieleden deel uitmaken van het top managementteam en de waarde nul wanneer het top managementteam bestaat uit enkel familieleden. Deze variabele werd gedefinieerd als "Dummy_TMT".

De vierde hypothese bevatte het testen van de invloed van de leidinggevende generatie op de keuze om al dan niet gebruik te maken van bankfinanciering. De respondenten konden in de enquête de generatie aangeven tot en met de vierde generatie. Indien de vijfde of een latere generatie de leiding in handen had, kreeg deze onafhankelijke variabele de waarde vijf. De respondenten konden ook meerdere generaties aanduiden wanneer het bedrijf geleid werd door verschillende generaties op hetzelfde moment. Indien dit het geval was, kreeg de onafhankelijke variabele de waarde van de jongste generatie. Binnen de enquête werd er ook een onderscheid gemaakt tussen de generatie die de eigendom in handen heeft en die het management leidt. Ook in dit onderzoek werd dat onderscheid behouden en werd er nagegaan of die opsplitsing verschillende resultaten opleverde. Ook hier werden de continue variabelen omgezet in dummy variabelen.

Hierdoor werd er een onderscheid gemaakt tussen de oprichtende generatie, de tweede generatie en latere generaties. Er werd voor deze opdeling geopteerd doordat er verwacht werd dat naarmate het bedrijf in handen is van latere generaties het belang van *socioemotional wealth* binnen het bedrijf afneemt. Dit komt onder andere doordat de voeling met de oprichter en het bedrijf afneemt naarmate het bestaan van het bedrijf vordert. Vandaar de beslissing om de tweede generatie en de derde of latere generatie op te splitsen, doordat de vermindering van voeling met het bedrijf vooral van toepassing is vanaf de derde generatie. Dit komt omdat er dan sprake is van verschillende familietakken. De variabelen, met een opsplitsing tussen eigendom en management, werden omschreven als "D1_, D2_ of D3_Gen_Eig en D1_, D2_ of D3_Gen_Mng". De D1-variabelen stellen de eerste generatie voor, de D2-variabelen staan voor de tweede generatie en de D3-variabelen vertegenwoordigen de derde of latere generatie. De D1-variabelen werden tijdens de empirische analyses weggelaten, doordat de eerste generatie gebruikt werd als vergelijkingscategorie.

Mediërende variabele

In de tweede hypothese werd er een mediator toegevoegd in de relatie tussen de onafhankelijke variabelen: samenstelling van het top managementteam en de leidinggevende generatie, en de afhankelijke variabele, *zero-leverage*. Die mediator is het belang dat gehecht wordt aan *socioemotional wealth* binnen het bedrijf. In de enquête werd het SEW-belang gemeten aan de hand van twaalf beweringen, waarbij de respondent via een vijfpunts-Likertschaal kon aangeven of hij akkoord was met de bewering of niet. Een respondent die cijfer één aanduidde was helemaal niet akkoord met de stelling, iemand die het cijfer vijf aanduidde was dan weer helemaal akkoord. Tabel 1 geeft de twaalf beweringen weer.

Zoals reeds werd aangehaald in dit onderzoek kan *socioemotional wealth* opgedeeld worden in de FIBER-dimensies. Die vijf dimensies, het behoud van familiale controle en invloed (F), de unieke identiteit (I), de sociale relaties (B), de emotionele verbondenheid (E) en de overdrachtswens (R), werden allemaal bevraagd in de enquête. Om de mediërend variabele te vormen, werd het gemiddelde genomen van de antwoorden op de twaalf beweringen. Op deze manier werd er een globaal beeld gecreëerd van het algemene belang van SEW binnen het bedrijf. Vervolgens werd er een dummy variabele opgesteld, "Dummy_SEW", die de waarde één kreeg wanneer het belang van SEW hoog was en nul wanneer het belang laag was. Er werd van hoog belang gesproken wanneer het gemiddelde gelijk was aan vier of hoger.

Bewering	Fiber-dimensie
De familieleden, die betrokken zijn bij het familiebedrijf, bepalen in belangrijke mate de strategische richting die het bedrijf zal uitgaan.	F: <i>Family control and influence</i>
In dit bedrijf is het essentieel om familiale controle en onafhankelijkheid van het familiebedrijf te bewaren.	F: <i>Family control and influence</i>
De familieleden, die bij het familiebedrijf betrokken zijn, hebben een sterke verbondenheid met het bedrijf.	I: <i>identification with the firm</i>
Familieleden vertellen met trots dat ze deel uitmaken van het familiebedrijf.	I: <i>identification with the firm</i>
Niet-familieleden, actief in het familiebedrijf, worden behandeld als deel van de familie.	B: <i>Binding social ties</i>
Wederzijds vertrouwen is de basis van het zaken doen met leveranciers, klanten... in het familiebedrijf.	B: <i>Binding social ties</i>
Het familiebedrijf is actief in het promoten van sociale activiteiten op samenlevingsniveau.	B: <i>Binding social ties</i>
Het is essentieel dat het de familieleden, die betrokken zijn bij het familiebedrijf, goed gaat.	E: <i>Emotional attachment</i>
De emotionele banden tussen familieleden in het bedrijf zijn zeer sterk.	E: <i>Emotional attachment</i>
Familiale eigenaars zien hun investering in het familiebedrijf als een lange termijn investering.	R: <i>renewal of family bonds to the firm through dynastic succession</i>
Succesvolle overdracht naar de volgende generatie is een belangrijk doel voor het familiebedrijf.	R: <i>renewal of family bonds to the firm through dynastic succession</i>
Het behouden van het familie-erfgoed en tradities is een belangrijke doelstelling voor het familiebedrijf.	R: <i>renewal of family bonds to the firm through dynastic succession</i>

Tabel 1: SEW-beweringen

Modererende variabele

In hypothese drie werd het effect van de modererende variabele, onafhankelijke raad van bestuur, getest op de relatie tussen het belang dat aan SEW gehecht wordt en de uiteindelijke keuze om bankschulden aan te gaan of niet. Binnen de enquête konden de respondenten aangeven uit hoeveel leden hun raad van bestuur bestaat en hoeveel van die leden extern zijn. Om de modererende variabele te formuleren werd er een dummy variabele gevormd met waarde één wanneer er externen zetelen in de raad van bestuur en nul wanneer de raad van bestuur bestaat uit enkel familieleden. Deze modererende variabele werd gedefinieerd als "Dummy_RvB".

Controlevariabelen

Controlevariabelen werden binnen het onderzoek toegevoegd om na te gaan of er nog andere factoren zijn die de afhankelijke variabele beïnvloeden. Voor deze analyse werd er nagegaan welke andere bedrijfsgerelateerde factoren invloed hebben op de beslissing om al dan niet gebruik te maken van bankschulden. De controlevariabelen die toegevoegd werden aan de regressieanalyse zijn: de bedrijfsgrootte, de activastructuur, de winstgevendheid en het aantal jaren dat het bedrijf bestaat (Ampenberger et al., 2009; Strebulaev & Yang, 2013).

De eerste controlevariabele, bedrijfsgrootte, werd berekend aan de hand van het aantal werknemers. In de enquête konden de respondenten aangeven hoeveel werknemers er tewerkgesteld werden. De bedrijfsgrootte werd als controlevariabele toegevoegd aan dit onderzoek omdat grote bedrijven vaak gelinkt worden aan hogere kredietwaardigheid. Een hogere kredietwaardigheid zorgt ervoor dat die bedrijven makkelijke toegang hebben tot bankfinanciering. Bij de volgende controlevariabele werd er rekening gehouden met de structuur van de activa van het bedrijf. Dit is ook een belangrijke factor doordat bedrijven die beschikken over veel materiële vaste activa snellere toegang ervaren tot bankfinanciering. Dit komt doordat materiële vaste activa kunnen dienen als een goed onderpand voor de lening. Om deze variabele te meten werd de verhouding tussen materiële vaste activa en totale activa berekend. Vervolgens werd er ook gekeken naar de winstgevendheid van de bedrijven. Zoals in de literatuurstudie vermeld, wordt er volgens de *pecking order* nieuwe investeringen het liefst gefinancierd met interne fondsen. Bedrijven die dus erg winstgevend zijn, beschikken over meer overgedragen winsten en kunnen makkelijker aan autofinanciering doen. De winstgevendheid werd berekend als de verhouding van de netto winst ten opzichte van de totale activa van het bedrijf. Tot slot werd er ook gekeken naar de leeftijd van de bedrijven. Dit werd gedaan omdat oudere bedrijven vaak ook makkelijker toegang hebben tot bankfinanciering. Oudere bedrijven hebben in vergelijking met jongere ondernemingen een grotere materiële vast activa kunnen opbouwen over de jaren heen (Ampenberger et al., 2009).

Ten slotte werd tijdens het uitvoeren van de correlatieanalyse en regressieanalyses het natuurlijke logaritme genomen van de controlevariabelen leeftijd en bedrijfsgrootte. Het natuurlijke logaritme van variabelen werd genomen om een normale verdeling te creëren en eventuele *outliers* te elimineren.

Categorie variabelen	Naam variabele	Omschrijving variabele												
Afhankelijke variabelen	ZL_KT	Dummy variabele: 1 = Geen kredietschulden op minder dan één jaar 0 = Wel kredietschulden op minder dan één jaar												
	ZL_LT	Dummy variabele: 1 = Geen kredietschulden op meer dan één jaar 0 = Wel kredietschulden op meer dan één jaar												
Onafhankelijke variabelen	Dummy_TMT	Dummy variabele: Samenstelling TMT 1 = Ook niet-familieleden binnen het TMT 0 = Enkel familieleden binnen het TMT												
	D2_Gen_Eig D3_Gen_Eig	Dummy variabelen: Welke generatie heeft de eigendom in handen? <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th></th> <th>D2</th> <th>D3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Oprichtende generatie</td> <td>0</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>Tweede generatie</td> <td>1</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>Derde of latere generatie</td> <td>0</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		D2	D3	Oprichtende generatie	0	0	Tweede generatie	1	0	Derde of latere generatie	0	1
		D2	D3											
Oprichtende generatie	0	0												
Tweede generatie	1	0												
Derde of latere generatie	0	1												
D2_Gen_Mng D3_Gen_Mng	Dummy variabelen: Welke generatie heeft het management in handen? <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th></th> <th>D2</th> <th>D3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Oprichtende generatie</td> <td>0</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>Tweede generatie</td> <td>1</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>Derde of latere generatie</td> <td>0</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		D2	D3	Oprichtende generatie	0	0	Tweede generatie	1	0	Derde of latere generatie	0	1	
	D2	D3												
Oprichtende generatie	0	0												
Tweede generatie	1	0												
Derde of latere generatie	0	1												
Mediërende variabele	Dummy_SEW	Dummy variabele: Is het belang van SEW binnen het bedrijf hoog? 1 = Belang van SEW is hoog = Gemiddelde van de twaalf beweringen ≥ 4 0 = Belang van SEW is laag = Gemiddelde van de twaalf beweringen < 4												
Modererende variabele	Dummy_RvB	Dummy variabele: Samenstelling RvB 1 = Ook externen binnen de raad van bestuur 0 = Enkel familieleden binnen de raad van bestuur												
Controlevariabelen	Bedrijfsgrootte [Natuurlijk logaritme]	Het aantal werknemers tewerkgesteld eind 2014												
	Activastructuur	De verhouding van materiële vaste activa ten opzichte van totale activa												
	Winstgevendheid	De verhouding van netto winst ten opzichte van totale activa = ROA												
	Leeftijd [Natuurlijk logaritme]	Het verschil van 2015 en het oprichtingsjaar												

Tabel 2: Overzicht variabelen

4.3 Beschrijvende analyse

De resultaten van de beschrijvende analyse en van de correlatieanalyse zijn terug te vinden in tabel 3, 4 en 5. Vooraleer de beschrijvende analyse uitgevoerd werd, werd de dataset gecontroleerd op *outliers*. Doordat de dataset veel *outliers* en *missing values* bevatte, werden de *outliers* niet verwijderd, aangezien dit de dataset te sterk zou reduceren. De extreme waarden werden vervangen door de hoogste of laagste aanvaardbare waarde. Die waarde werd berekend door driemaal de standaardafwijking op te tellen of af te trekken bij het gemiddelde van de variabele. Deze methode werd toegepast bij de volgende variabelen: Winstgevendheid, Bedrijfsgrootte en Leeftijd. Vervolgens werden de respondenten met *missing values* verwijderd uit de steekproef en bleven 124 respondenten over. Binnen dit onderzoek werd er geopteerd om de respondenten met *missing values* te verwijderen uit de steekproef en met een vaste steekproefgrootte te werken doordat die resultaten overeenkomen met de resultaten indien de desbetreffende respondenten niet verwijderd werden en er gebruik werd gemaakt van een variërende steekproefgrootte.

Voor de variabelen bedrijfsgrootte en leeftijd werd er geopteerd voor de data waarvan het natuurlijke logaritme genomen is.

Wanneer er gekeken wordt naar de totale steekproef van dit onderzoek, wordt er vastgesteld dat 68 bedrijven van de 124 geen bankschulden bezitten op minder dan één jaar. Dit staat gelijk aan 54,80% van de steekproef dat op korte termijn geen gebruik maakt van bankfinanciering. Op lange termijn, meer dan één jaar wordt het omgekeerde vastgesteld. 49 bedrijven zijn op lange termijn net wel een lening aangegaan bij kredietinstellingen. Dit wil zeggen dat op lange termijn 39,50% van de bedrijven *zero-leveraged* is. Tot slot zijn 38 bedrijven van de steekproef in 2015 *zero-leveraged* op zowel korte termijn als op lange termijn.

Afgeleid van de beschrijvende statistieken is een familiebedrijf in deze sample gemiddeld 33 jaar oud en heeft de tweede generatie zowel de eigendom als het management in handen. Binnen de dataset is de eigendom van 37,90% van de bedrijven in handen van de eerste generatie. De eigendom van 36,30% van de bedrijven valt onder leiding van de tweede generatie en in 25,80% van de gevallen heeft de derde of een latere generatie de macht over de eigendom. Het management valt in 29,80% van de gevallen onder leiding van de eerste generatie. 41,90% van de bedrijven heeft een management dat onder leiding valt van de tweede generatie. De derde of latere generatie leidt het management in 28,30% van de gevallen. Het top managementteam bestaat gemiddeld uit 26,70% niet-familieleden.

Bij de raad van bestuur werd er gekeken naar de aanwezigheid van externen. 21% van de bedrijven heeft een raad van bestuur met externen. Wanneer dieper ingegaan wordt op het SEW-belang, kan vastgesteld worden dat 53,20% van de respondenten het behoud van *socioemotional wealth* belangrijk vindt.

De beschrijvende statistieken van de algemene bedrijfsfactoren zien er als volgt uit: gemiddeld stellen de bedrijven 50 werknemers tewerk en hebben ze een winstgevendheid van 4%. De activastructuur van de bedrijven bestaat gemiddeld uit 28% materiële vaste activa, wat berekend werd als verhouding tussen materiële vaste activa en totale activa.

De correlatietabel, tabel 5 toont de significante correlaties tussen de variabelen onderling. Om na te gaan of er sprake was van multicollineariteit werd er gekeken naar de significante waardes groter dan 0,8. In dit onderzoek was dat het geval voor de onafhankelijke variabelen "Generatie_Eigendom" en "Generatie_Management". Dit was echter geen probleem doordat die variabelen niet samen opgenomen werden in een regressiemodel. Om zeker te zijn dat er geen sprake was van multicollineariteit werd er na elke regressieanalyse een multicollineariteitsanalyse uitgevoerd en werden de VIF-waarden berekend. Een VIF-waarde kleiner dan 10 betekent dat er geen multicollineariteitsprobleem is. De hoogste VIF-waarde van alle modellen was 1,748 en ligt dus ver onder de grenswaarde van 10.

De variabelen die een significante correlatie hebben met de afhankelijke variabele "ZL_KT" zijn: "Dummy_TMT", "D3_Gen_Eig", "D3_Gen_Mng", "Bedrijfs grootte" en "Winstgevendheid". De correlaties zijn allemaal negatief, behalve voor de variabele "Winstgevendheid". Dit wil zeggen indien externen deel uitmaken van het top managementteam of indien latere generaties de leiding hebben of hoe groter het bedrijf is, hoe kleiner de kans is dat die bedrijven *zero-leveraged* gaan opereren wat betreft bankkredieten op minder dan één jaar.

Wanneer er gekeken wordt naar de afhankelijke variabele op lange termijn, ontstaan er verschillen in vergelijking met het *zero-leverage* op korte termijn. Die correlaties zijn de verbanden tussen de afhankelijke variabele "ZL_LT" en de variabelen "D2_Gen_Eig", "D2_Gen_Mng", "Activastructuur" en "Winstgevendheid". In vergelijking met het al dan niet aangaan van bankschulden op korte termijn, is op lange termijn de kans op *zero-leverage* groter wanneer de tweede generatie in vergelijking met de eerste generatie de leiding in handen heeft. De kans wordt alsook groter wanneer het bedrijf over meer winsten beschikt. Een negatieve correlatie ontstaat wanneer het bedrijf veel materiële activa bezit.

	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan	Standaardafwijking
Leeftijd	9	68	33	29	11,665
Bedrijfs grootte	1	401	50	21,15	6,728
Activastructuur [MVA / TA]	0	1	0,2826	0,2067	0,022
Winstgevendheid [Netto winst / TA]	-0,14	0,27	0,0397	0,0236	0,006

Tabel 3: Beschrijvende statistieken

		Frequentie	Percentage
ZL_KT	Geen bankschulden op korte termijn	68	54,80%
	Wel bankschulden op korte termijn	56	25,20%
ZL_LT	Geen bankschulden op lange termijn	49	39,50%
	Wel bankschulden op lange termijn	75	60,50%
Dummy_TMT	Enkel familieleden	64	51,60%
	Ook externen	60	48,40%
Dummy_RvB	Enkel familieleden	98	79,00%
	Ook externen	26	21,00%
Gen_Eig	1 ^{ste} generatie	47	37,90%
	2 ^{de} generatie	45	36,30%
	3 ^{de} generatie of later	32	25,80%
Gen_Mng	1 ^{ste} generatie	37	29,80%
	2 ^{de} generatie	52	41,90%
	3 ^{de} generatie of later	35	28,30%
Dummy_SEW	Belang van SEW is hoog	66	53,20%
	Belang van SEW is laag	58	46,80%

Tabel 4: Frequentie

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. ZL_KT	1												
2. ZL_LT	,369***	1											
3. Dummy_TMT	-,191**	-,122	1										
4. Dummy_RvB	-,050	-,011	,254***	1									
5. D2_Gen_Eig	,146	,213**	,008	-,059	1								
6. D3_Gen_Eig	-,168*	-,137	,093	,104	-,445***	1							
7. D2_Gen_Mng	,114	,216**	-,038	,004	,718***	-,464***	1						
8. D3_Gen_Mng	-,151*	-,140	,110	,073	-,324***	,900***	-,533***	1					
9. Dummy_SEW	-,039	-,102	-,192**	-,073	-,099	,257***	-,088	,265***	1				
10. Bedrijfsgrootte [Ln]	-,201**	-,121	,541***	,242***	,015	,150*	,006	,151*	-,026	1			
11. Leeftijd [Ln]	-,083	-,050	,020	,033	-,039	,317***	-,046	,333***	,245***	,204**	1		
12. Activa- structuur	-,109	-,282***	-,155*	-,086	,031	-,079	,026	-,045	,229**	-,140	,058	1	
13. Winstgevend- heid	,224**	,227**	,025	-,009	-,013	,049	,008	,038	-,086	-,005	-,046	-,101	1

Tabel 5: Coorelatietabel: Pearson correlaties
*, **, *** significant op respectievelijk 0.10, 0.05 en 0.01

5 Empirische analyse

5.1 Onderzoeksmethodologie

Zoals reeds vermeld werd, zijn de afhankelijke variabelen "ZL_KT" en "ZL_LT" dichotome variabelen, waardoor er geen multi-pele regressie gebruikt kon worden om de hypothesen te testen. Hierdoor werd er gebruik gemaakt van de logistische regressieanalyse. Een logistische regressieanalyse gaat na wat de kans is dat de respondenten behoren tot categorie één of twee. In dit onderzoek werd er nagegaan wat de kans is dat de bedrijven *zero-leveraged* opereren aan de hand van de gekozen onafhankelijke variabelen. De dichotome variabelen "ZL_KT" en "ZL_LT" kregen de waarde één wanneer de bedrijven geen gebruik maakten van bankschulden en de waarde nul wanneer dit wel het geval was. Tijdens het uitvoeren van de regressies werd er ook gekeken naar het modererende en mediërende effect van de variabelen "Dummy_RvB" en "Dummy_SEW" op de uiteindelijke *zero-leverage*-kans. Om het modererende effect te berekenen, werd er een interactieterm toegevoegd. Die interactieterm is de vermenigvuldiging van de waarden van de modererende variabele "Dummy_RvB" en de onafhankelijke variabele "Dummy_SEW".

5.2 Resultaten regressieanalyses

Tabel 6 en 7 geven de resultaten weer van de regressieanalyses. In model 1 werden de eerste en vierde hypothese getest betreffende de samenstelling van het top managementteam en de generatie die het bedrijf leidt. Vervolgens werd hypothese 2 getest in model 3 tot en met model 10. Waarbij model 3 tot en met model 6 gefocust zijn op de invloed van het belang dat aan SEW gehecht wordt en het eventueel aangaan van bankkredieten op korte termijn, op minder dan één jaar. Model 7 tot en met model 10 bestuderen datzelfde effect van het belang dat aan SEW gehecht wordt binnen het bedrijf op *zero-leverage* op lange termijn. Tot slot testen modellen 11 tot en met 14 de derde hypothese omtrent de samenstelling van de raad van bestuur.

In de eerste hypothese werd er verwacht dat naarmate er meer niet-familieleden betrokken zijn in het top managementteam, er minder belang gehecht wordt aan *socioemotional wealth* binnen het bedrijf. Model 1 en model 2 tonen aan dat de samenstelling van het top managementteam een significante invloed heeft op het belang van SEW. Specifieker, de resultaten geven aan dat wanneer niet-familieleden deel uitmaken van het top managementteam dit een negatief effect heeft op het belang dat aan SEW gehecht wordt binnen het bedrijf. Hieruit kan vastgesteld worden dat hypothese 1 aanvaard wordt. Daar waar in model 1 de generatie die de eigendom in handen heeft, werd opgenomen, werd in model 2 rekening gehouden met de generatie die het management in handen heeft.

Vervolgens kan aan de hand van model 1 en 2 ook de vierde hypothese besproken worden. De vierde hypothese formuleerde dat naarmate het bedrijf in handen is van latere generaties het belang dat gehecht wordt aan SEW daalt. Model 1 test die hypothese betreffende de generatie die de eigendom in handen heeft. Hierbij werd er gebruik gemaakt van twee dummy variabelen, waarbij de oprichtersgeneratie de referentiegroep is, de tweede generatie de eerste dummy variabele is en de derde of latere generatie de tweede dummy variabele voorstelt.

Model 1 geeft weer dat er geen significant verschil is tussen de invloed van de tweede generatie op het belang van SEW binnen het bedrijf met die van de oprichtersgeneratie. Wanneer er gekeken wordt naar de derde of een latere generatie is er wel een significant verschil op te merken met de oprichtersgeneratie. In tegenstelling tot wat er verwacht werd in de vierde hypothese, is de invloed op het belang van SEW van de derde of latere generatie positief in vergelijking met de eerste generatie. Dit wil zeggen dat in vergelijking met de oprichtersgeneratie de oudere generaties meer belang hechten aan SEW.

In model 2 wordt er gekeken naar het effect van de generatie die het management leidt op het belang dat aan SEW gehecht wordt binnen het bedrijf. Ook model 2 geeft weer dat er geen significant verschil is tussen de eerste en tweede generatie en de invloed op het belang van SEW. Voor de latere generaties is er echter wel een verschil detecteerbaar. Betreffende het management is er een significant positief verschil op het belang dat aan SEW gehecht wordt tussen de oprichtersgeneratie en de derde of latere generatie. Dit wil zeggen dat in vergelijking met de eerste generatie het belang dat aan SEW gehecht wordt binnen het bedrijf stijgt indien de derde of een latere generatie het management in handen heeft. Doordat hypothese vier een negatieve significante relatie vooropstelde, wordt die hypothese niet bevestigd.

Nadat de effecten van de samenstelling van het top managementteam en de generaties op het belang van SEW geanalyseerd zijn, werd de tweede hypothese getest. In de tweede hypothese werd er verwacht dat het belang van *socioemotional wealth* een positief mediërend effect heeft op de keuze om te opteren voor een *zero-leverage*-beleid en dus om geen gebruik te maken van bankschulden.

Om na te gaan of niet-familieleden in het top managementteam en de generatie die het bedrijf leidt een negatief effect hebben op *zero-leverage* omwille van een negatief effect op het belang dat gehecht wordt aan *socioemotional wealth* binnen het bedrijf, is er gebruik gemaakt van de Baron en Kenny methode (1986). Die aanpak bestaat uit vier stappen. Eerst dient er te worden nagegaan of er een significante relatie is tussen de onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele. In dit geval tussen "Dummy_TMT", "D2_Gen_Eig en D3_Gen_Eig", "D2_Gen_Mng en D3_Gen_Mng" en "ZL_KT" en "ZL_LT". Hierbij werd er een apart model opgesteld voor de variabelen omtrent de management- en eigendom-generatie, alsook voor de afhankelijke variabelen op korte en op lange termijn. Model 3 en 5 testen deze eerste stap met als afhankelijke variabele de *zero-leverage* variabele op korte termijn. Model 3 bevat de generatie-dummy variabelen omtrent eigendom en model 5 omtrent management. Op lange termijn werd hetzelfde uitgevoerd in model 7 en 9.

In de volgende stap van de Baron en Kenny aanpak wordt er getest of er een significante relatie is tussen de onafhankelijke variabelen en de mediërende variabele. Dit werd getest in de model 1 en 2, waarbij model 1 de onafhankelijke variabelen "D2_Gen_Eig en D3_Gen_eig" bevat en model 2 "D2_Gen_Mng en D3_Gen_Mng". Tot slot werd een model opgesteld met de onafhankelijke variabelen, de mediërende variabele en de afhankelijke variabele samen. Ook hier werden verschillende modellen opgesteld betreffende de afhankelijke variabele op korte en lange termijn, alsook voor de verschillende generatievariabelen. Die resultaten zijn terug te vinden in model 4, 6, 8 en 10. Er is sprake van een mediërend effect wanneer het effect van de onafhankelijke variabelen op de afhankelijke variabele verdwijnt of afneemt als de mediator toegevoegd wordt in het model.

Aan de hand van de resultaten van de modellen kan er afgeleid worden dat er op korte termijn geen sprake is van een mediërend effect. In model 3 en 5 wordt er aangetoond dat er geen significant verband is tussen de afhankelijke variabelen omtrent de samenstelling van het top managementteam en de generaties, zowel voor eigendom als voor management en de onafhankelijke variabele betreffende het *zero-leverage*-beleid op korte termijn. In model 4 en 6 waar de variabele "Dummy_SEW" wordt toegevoegd, komen ook geen significante relaties voor. Hierbij kan op korte termijn hypothese 2 niet bevestigd worden.

Op lange termijn tonen model 7 en 9 wel positieve significante relaties aan. In die modellen werden de relaties van het managementteam en de generaties getest op de kans op een *zero-leverage* beleid op lange termijn. Hierbij is er een positief significant verschil tussen de tweede generatie en de oprichtersgeneratie, zowel op gebied van eigendom als management. Dit wil zeggen dat de kans op een *zero-leverage*-beleid op lange termijn groter is wanneer de tweede generatie de eigendom en/of het management in handen heeft, in vergelijking met de eerste generatie. Is die relatie te verklaren door een mediërend effect van het belang van SEW? Modellen 1 en 2 geven weer dat er geen significante relatie is tussen de generatie-variabelen en de SEW-variabele. Alsook model 8 en 10, waarbij de mediator toegevoegd wordt in het model, toont aan dat er geen significante relaties zijn tussen de mediator en de afhankelijke variabele. Hierdoor wordt hypothese 2 ook op lange termijn niet bevestigd.

Vervolgens werd het verwachte moderatie-effect van de samenstelling van de raad van bestuur getest. In hypothese drie werd er verwacht dat naarmate er externen, niet-familieleden, deel uitmaken van de raad van bestuur, het positieve effect van SEW op de kans om *zero-leverage* te opereren afneemt. Ook deze hypothese werd zowel voor korte termijn bankkredieten als voor lange termijn bankkredieten getest. Voor beide gevallen is er geen significant effect te detecteren en kan hypothese drie niet aanvaard worden. In model 11, 12, 13 en 14 werd de moderator geformuleerd naarmate er externen deel uitmaakten van het bestuursorgaan. Echter werd er wel een modererend effect verwacht doordat externe bestuurders de beslissingen van het managementteam controleren. Er wordt nagegaan of de beslissingen genomen zijn vanuit een bedrijfs perspectief en niet vanuit een familiaal perspectief.

Doordat er geen significante relaties naar boven kwamen, werden er twee extra modellen opgesteld. De formulering van de variabele gebeurde nu naargelang de mate dat het bestuursorgaan haar controlerende taak uitvoert en niet volgens de samenstelling ervan. Hiervoor werd er opnieuw een dummy variabele aangemaakt. Die variabele kreeg waarde één wanneer de mate van uitvoering hoger was in vergelijking met het gemiddelde van de andere respondenten. De resultaten hiervan zijn terug te vinden in tabel 8. Zowel op korte als op lange termijn zijn er nu wel significante relaties opgedoken. Deze modellen zijn dus gebaseerd op de uitvoering van de controlerende taak en staan los van het feit of er al dan niet externen zetelen in de raad van bestuur. Op korte termijn kan geconcludeerd worden dat naarmate de raad van bestuur zijn controlerende taak uitvoert, de samenhang tussen SEW en *zero-leverage* afneemt. Op lange termijn werd hetzelfde resultaat bekomen. Daarbovenop is er op lange termijn ook nog een directe positieve significante relatie tussen de controlerende taak van het bedrijfsorgaan en het *zero-leverage* opereren.

HYPOTHESE 1 + 4 AFH VAR: DUMMY_SEW								
	Model 1		Model 2					
	β	Sd	β	Sd				
HYPOTHESES								
Dummy_TMT	-0,988**	0,487	-1,039**	0,493				
D2_Gen_Eig	0,050	0,459						
D3_Gen_Eig	1,322**	0,561						
D2_Gen_Mng			0,252	0,480				
D3_Gen_Mng			1,433**	0,583				
Dummy_SEW								
Dummy_RvB								
Interactieterm Dummy_SEW x Dummy_RvB								
CONTROLEVARIABLEN								
Bedrijfsgrootte [Ln]	0,078	0,169	0,082	0,169				
Leeftijd [Ln]	1,097	0,682	1,027	0,686				
Activastructuur	1,994	0,848	1,911**	0,842				
Winstgevendheid	-2,293*	3,065	-2,297	3,090				
Nagelkerke R square	0,250		0,253					
Omnibus test	0,001		0,000					
HYPOTHESE 2 AFH VAR: ZL_KT								
	Model 3		Model 4		Model 5		Model 6	
	β	Sd	β	Sd	β	Sd	β	Sd
HYPOTHESES								
Dummy_TMT	-0,662	0,470	-0,644	0,480	-0,629	0,465	-0,620	0,476
D2_Gen_Eig	0,453	0,460	0,451	0,460				
D3_Gen_Eig	-0,693	0,547	-0,716	0,563				
D2_Gen_Mng					0,199	0,476	0,197	0,477
D3_Gen_Mng					-0,607	0,563	-0,618	0,578
Dummy_SEW			0,078	0,442			0,040	0,438
Dummy_RvB								
Interactieterm Dummy_SEW x Dummy_RvB								
CONTROLEVARIABLEN								
Bedrijfsgrootte [Ln]	-0,218	0,166	-0,220	0,167	-0,215	0,164	-0,216	0,164
Leeftijd [Ln]	0,091	0,632	0,076	0,637	0,057	0,628	0,049	0,634
Activastructuur	-1,349	0,842	-1,385	0,868	-1,257	0,827	-1,275	0,851
Winstgevendheid	9,706**	3,909	9,707**	3,906	9,379**	3,847	9,380**	3,845
Nagelkerke R square	0,208		0,208		0,189		0,189	
Omnibus test	0,004		0,007		0,009		0,016	

Tabel 6: Resultaten regressieanalyses; N = 124

*, **, *** significant op respectievelijk 0.10, 0.05 en 0.01

	HYPOTHESE 2 AFH VAR: ZL_LT							
	Model 7		Model 8		Model 9		Model 10	
	β	Sd	β	Sd	β	Sd	β	Sd
HYPOTHESES								
Dummy_TMT	-0,672	0,497	-0,667	0,506	-0,590	0,497	-0,597	0,506
D2_Gen_Eig	1,028**	0,491	1,027**	0,491				
D3_Gen_Eig	-0,427	0,581	-0,436	0,605				
D2_Gen_Mng					0,987*	0,516	0,988*	0,516
D3_Gen_Mng					-0,186	0,606	-0,174	0,626
Dummy_SEW			0,025	0,471			-0,033	0,468
Dummy_RvB								
Interactieterm Dummy_SEW x Dummy_RvB								
CONTROLEVARIABLEN								
Bedrijfsgrootte [Ln]	-0,184	0,179	-0,185	0,180	-0,184	0,177	-0,184	0,178
Leeftijd [Ln]	0,381	0,689	0,377	0,693	0,254	0,689	0,259	0,693
Activastructuur	-3,623***	1,092	-3,637***	1,125	-3,387***	1,043	-3,370***	1,070
Winstgevendheid	8,806**	3,704	8,821**	3,714	9,661**	3,549	8,142**	3,562
Nagelkerke R square	0,291		0,291		0,278		0,278	
Omnibus test	0,000		0,000		0,000		0,000	
	HYPOTHESE 3 AFH VAR: ZL_KT				HYPOTHESE 3 AFH VAR: ZL_LT			
	Model 11		Model 12		Model 13		Model 14	
	β	Sd	β	Sd	β	Sd	β	Sd
HYPOTHESES								
Dummy_TMT	-0,659	0,486	-0,629	0,482	-0,664	0,513	-0,584	0,514
D2_Gen_Eig	0,435	0,461			1,024**	0,494		
D3_Gen_Eig	-0,713	0,564			-0,437	0,605		
D2_Gen_Mng			0,150	0,481			0,949*	0,519
D3_Gen_mng			-0,627	0,581			-0,187	0,627
Dummy_SEW	0,231	0,487	0,202	0,483	0,267	0,527	0,197	0,524
Dummy_RvB	0,548	0,718	0,509	0,714	0,783	0,742	0,615	0,730
Interactieterm Dummy_SEW x Dummy_RvB	-0,727	1,027	-0,790	1,023	-1,101	1,100	-1,057	1,089
CONTROLEVARIABLEN								
Bedrijfsgrootte [Ln]	-0,227	0,170	-0,216	0,167	-0,204	0,183	-0,192	0,180
Leeftijd [Ln]	0,077	0,642	0,050	0,640	0,407	0,707	0,273	0,705
Activastructuur	-1,378	0,869	-1,266	0,852	-3,650***	-3,650	-3,371***	1,073
Winstgevendheid	10,282**	3,969	10,018**	3,916	9,661**	9,661	8,948**	3,715
Nagelkerke R square	0,214		0,195		0,302		0,287	
Omnibus test	0,017		0,034		0,001		0,001	

Tabel 7: Resultaten regressieanalyses; N = 124
*, **, *** significant op respectievelijk 0.10, 0.05 en 0.01

	HYPOTHESE 3 AFH VAR: ZL_KT		HYPOTHESE 3 AFH VAR: ZL_LT	
	Model 15		Model 16	
	β	Sd	β	Sd
HYPOTHESES				
Dummy_SEW	0,419	0,597	0,959	0,710
Dummy_ControlerRvB	0,429	0,589	1,529**	0,685
Interactieterm Dummy_SEW X Dummy_ControlerRvB	-1,350*	0,807	-1,696*	0,897
CONTROLEVARIABLEN				
Bedrijfsgrootte [Ln]	-0,225	0,148	-0,112	0,152
Leeftijd [Ln]	0,263	0,528	0,037	0,545
Activastructuur	0,004	0,848	-2,436**	0,989
Winstgevendheid	10,638***	3,925	-1,412	3,314
Nagelkerke R square	0,158		0,171	
Omnibus test	0,030		0,022	

Tabel 8: Moderatie Controlerende taak RvB; N = 123

*, **, *** significant op respectievelijk 0.10, 0.05 en 0.01

Controlevariabelen	Naam variabele	Omschrijving variabele	Beweringen
Controlerende taak RvB	Dummy_ControlerRvB	Dummy variabele: 1 = Het vaak uitvoeren van de controlerende taak = >= Gemiddelde van de steekproef 0 = Het minder vaak uitvoeren van de controlerende taak = < Gemiddelde van de steekproef	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rekruteren van nieuwe managers 2. Bepalen van het verloningsbeleid van het management 3. Evalueren en controleren van de prestaties van het management 4. Maximaliseren van de aandeelhouderswaarde 5. Formuleren en goedkeuren van bedrijfsstrategie 6. Problemen met betrekking tot de opvolging rapporteren en oplossen 7. Bepalen van verantwoordelijkheden van het management

Tabel 9: Omschrijving extra variabele

6 Conclusie

Deze masterproef focust zich op het *zero-leverage* fenomeen bij familiebedrijven. Het doel van dit onderzoek is het nagaan van welke bedrijfsgerelateerde elementen invloed hebben op de keuze om al dan niet bankschulden aan te gaan en dit op zowel korte als op lange termijn. Met korte termijn wordt bedoeld het aangaan van schulden voor een periode van minder dan één jaar.

Over het *zero-leverage* fenomeen zijn al verschillende onderzoeken uitgevoerd binnen de literatuur. Die onderzoeken gingen vooral over het *zero-leverage* fenomeen in het algemeen, zoals vraag- en aanbodfactoren, en niet specifiek over familiebedrijven. Een vaak voorkomende conclusie is dat familiebedrijven vaker geen bankschulden aangaan in vergelijking met niet-familiaal gecontroleerde bedrijven. Echter, dit onderzoek is niet gericht op het zoeken van mogelijke verklaringen omtrent de kapitaalstructuurverschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven. Binnen deze masterproef werd er enkel gefocust op vraagfactoren, specifiek op de heterogeniteit tussen familiaal gecontroleerde bedrijven onderling. Op die manier werd er geprobeerd een verklaring te vinden waarom sommige familiebedrijven wel bankfinanciering gebruiken en anderen niet.

Om mogelijke verklaringen te detecteren werd als theoretisch kader gebruik gemaakt van de *socioemotional wealth* theorie. De SEW-theorie werd toegepast op enkele heterogeniteitselementen. Binnen dit onderzoek zijn de gekozen elementen de samenstelling van het top managementteam, de hoeveelste generatie de leiding in handen heeft en dit zowel voor de generatie die de eigendom in handen heeft als het management leidt. Vervolgens werd er ook gekeken naar de samenstelling van de raad van bestuur. Tot slot werd ook nagegaan wat de link is tussen het belang van *socioemotional wealth* en de keuze om *zero-leveraged* te opereren.

Om de vier hypotheses te testen werd er gebruik gemaakt van statistisch computerprogramma SPSS. De data die gebruikt werd binnen dit onderzoek bevat enkel Vlaamse familiebedrijven. Na het uitvoeren van zestien regressiemodellen zijn de volgende resultaten gekomen.

De samenstelling van het top managementteam heeft effectief een significante invloed op het belang van SEW binnen een familiebedrijf. Er kan geconcludeerd worden dat naarmate er externen, niet-familieleden, deel uitmaken van het top managementteam dit een negatieve invloed heeft op het belang van SEW. Dit bevestigt de eerste hypothese waarin dit effect verwacht werd. Mogelijke verklaringen hiervoor zijn dat externen de beslissingen binnen het managementteam bekijken vanuit een bedrijfsperspectief en niet vanuit een familiaal perspectief, zoals familieleden mogelijk wel doen. Familieleden kunnen bepaalde beslissingen afkeuren wanneer die eventueel kunnen leiden tot een SEW-daling. De externen zouden hier wel kritischer op toe zien en steeds de focus houden op het bedrijfsgerelateerde. Een andere mogelijke verklaring is dat wanneer er externen deel uitmaken van het managementteam, het team ook meer heterogeen is. Hierdoor zijn er meerdere kritische visies, wat een belangrijk aspect is bij het maken van strategische beslissingen. De eindconclusie is dus dat wanneer externen deel uitmaken van het top managementteam het belang dat gehecht wordt aan SEW binnen een familiebedrijf afneemt.

Een volgende hypothese die binnen dit onderzoek geformuleerd werd, is dat wanneer het belang van SEW hoog is, er een vergrote kans is dat familiebedrijven *zero-leverage* opereren. Dit komt doordat familiebedrijven een controleverlies ervaren wanneer het bedrijf beroep doet op bankfinanciering. Die voeling van controleverlies ontstaat doordat de schuldeisers het bedrijf nauwlettend in de gaten houden en wanneer het bedrijf de schuldeisers niet kan terugbetalen ze kunnen ingrijpen. Een andere reden waarom er verwacht werd dat wanneer het belang van SEW hoog is de kans op *zero-leverage* groter is, is dat wanneer er bankschulden aangegaan worden er een verhoogd faillissementsrisico is en de overdrachtswens van de familie in gevaar kan komen. De uiteindelijke verwachting is dat SEW een mediërend effect zal hebben. Dit wil zeggen dat ook al maken externen deel uit van het top managementteam, de kans op *zero-leverage* nog steeds hoog is, zolang het belang dat gehecht wordt aan SEW hoog is. Echter, na het testen van verschillende modellen zijn er geen significante relaties te detecteren tussen het belang van SEW en *zero-leverage* en kan de verwachting niet bevestigd worden. Er kan dus niet gesproken worden van een mediërend effect. Deze bevinding is zowel gevonden op korte als op lange termijn.

Wanneer er gekeken wordt naar het rechtstreekse effect van de samenstelling van het managementteam en de kans op *zero-leverage* is ook hier geen significante invloed te bespeuren. Deze conclusie geldt zowel op korte als op lange termijn.

Dezelfde redenering werd toegepast omtrent de leidinggevende generatie. Hierbij werd er verwacht dat naarmate het bedrijf in handen is van een latere generatie het belang dat gehecht wordt aan SEW binnen het bedrijf afneemt. Mogelijke verklaringen hiervoor zijn doordat er latere generaties binnen het bedrijf komen en er dan sprake is van verschillende familietakken, de voeling en de identificering met het bedrijf en de oprichter daalt. De complexiteit neemt ook toe waardoor de familiale voeling afneemt. Hierdoor werd er een negatieve invloed verwacht van latere generaties op het belang van *socioemotional wealth*.

Tijdens het uitvoeren van de testen werden de generaties opgesplitst in drie categorieën: de oprichtersgeneratie, de tweede generatie en de derde of een latere generatie. Na het uitvoeren van enkele modellen zijn er significante relaties naar boven gekomen. Er is een significante invloed ontdekt in het verschil tussen de oprichtersgeneratie en de derde of latere generatie. Echter, in tegenstelling tot de verwachting is de relatie positief en dus niet negatief. Dit wil zeggen dat in vergelijking met de eerste generatie, de derde of een latere generatie een stijgend en groter belang hecht aan SEW. Wanneer er dieper ingegaan wordt op dit eerder onverwacht resultaat, is een mogelijke verklaring dat de oprichtersgeneratie nog niet denkt aan het bedrijf als een familiebedrijf. De oprichter is nog niet bezig met de overdrachtswens, maar wel met het economisch gezond houden van het bedrijf. De latere generaties hechten hierdoor misschien meer belang aan de overdrachtswens doordat er dan effectief sprake is van een familiebedrijf. Deze uitkomst spreekt de bevindingen uit eerdere literatuurstudies tegen. Deze bevindingen zijn geldig voor zowel de generaties die de eigendom in handen hebben als die het management leiden. Tussen de oprichtersgeneratie en de tweede generatie is er geen significant verschil te detecteren.

Nadat de invloed van de generaties op het belang dat gehecht wordt aan SEW getest werd, werden er ook testen uitgevoerd om het effect van de generatie op *zero-leverage* na te gaan. Hierbij zijn er enkel op lange termijn significante resultaten te detecteren. In vergelijking met de eerste generatie stijgt de kans op *zero-leverage* wanneer de tweede generatie de leiding heeft van zowel de eigendom als het management. Deze bevinding is echter niet te verklaren aan de hand van het mediërend effect van SEW.

Er werd ook getracht om het *zero-leverage* fenomeen te verklaren aan de hand van de raad van bestuur. Hierbij werd er gefocust op de samenstelling van het bestuursorgaan. Er werd verwacht dat wanneer er externen, niet-familieleden, deel uitmaken van de raad van bestuur, er meer controle is op de keuzes die het managementteam maakt. Dit zou leiden tot een moderatie-effect, namelijk een doorbreking tussen de relatie van SEW en *zero-leverage*. Dit wil zeggen dat ook al is het belang dat gehecht wordt aan SEW hoog en hierdoor kans op het niet aangaan van bankschulden ook verhoogt, die kans toch verkleint wanneer er externen aanwezig zijn in de raad van bestuur. Na het testen van de modellen werden er geen significante relaties gevonden. Na dit onverwacht resultaat werden er twee extra modellen opgesteld. Hierbij werd de variabele van de raad van bestuur niet meer geformuleerd naargelang de samenstelling ervan, maar wel naargelang zijn controlerende taak. Uit die twee modellen kwamen wel significante relaties naar boven. Hierbij kan geconcludeerd worden dat naarmate de raad van bestuur zijn controlerende taak meer uitvoert, de relatie tussen de familiale wensen, SEW en de keuze om geen bankschulden aan te gaan, negatief beïnvloed wordt. Dit betekent dat wanneer de raad van bestuur zijn controlerende taak in sterke mate uitvoert dit de kans op een *zero-leverage* beleid verkleint, ook al is het belang dat gehecht wordt aan SEW binnen het bedrijf hoog.

Binnen dit onderzoek dient er rekening gehouden te worden met de omvang van de totale steekproef. Doordat de dataset veel *missing values* bevatte, bleven er uiteindelijk 124 Vlaamse familiebedrijven over.

Tot slot zijn er binnen dit onderzoek enkele opmerkelijke resultaten naar boven gekomen. Binnen de literatuur is er vaak besproken geworden dat SEW een positieve impact heeft op het niet aangaan van bankschulden bij familiebedrijven. Binnen dit onderzoek werd er geen significante relatie opgemerkt tussen SEW en *zero-leverage*. Een ander opmerkelijk resultaat is dat naarmate er latere generaties het bedrijf binnenkomen, het belang dat aan SEW gehecht wordt, stijgt. Ook dit is onverwacht in vergelijking met wat er in de literatuur reeds besproken werd.

Vandaar is het voor verder onderzoek interessant om naast kwantitatief ook kwalitatief onderzoek uit te voeren. Tijdens kwalitatief onderzoek kan er dieper ingegaan worden op het onderwerp om na te gaan of er andere verklaringen zijn voor deze resultaten. Ook is het interessant om bijvoorbeeld tijdens een interview na te gaan of SEW weldegelijk zo belangrijk is als de literatuur steeds vermeldt.

Bibliografie

- Ali, A., Chen, T., & Radhakrishnan S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 238-286. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.006>
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A., & Kaserer, C. (2009). *Capital structure decisions in family firms: Empirical evidence from a bank-based economy* (CEFS Working Paper Nr. 2009-05). Geraadpleegd op EconStor website: <https://www.econstor.eu/handle/10419/48400>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 1-22. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96. DOI: 10.1257/jep.20.2.73
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.08.004>
- Bigelli, M., Martin-Ugedo, J., & Sánchez-Vidal, F. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of Business Research*, 67(11), 2419-2427. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.02.009>
- Bvdinfo. (z.j.). [Overzicht Bel-First]. Geraadpleegd op 13 februari 2019, op <https://www.bvdinfo.com/nl-be/our-products/company-information/national-products/bel-first>
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249-265. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00081.x>
- Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. (2012). Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family-controlled firms care more about their stakeholders. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1153-1173. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00543.x>
- Chrisman, J., & Patel, P. (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55(4), 976-997. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0211>
- Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39. <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>
- Cronqvist, H., Makhija, A., & Yonker, S. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 20-40. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>

Dang, V. (2009). *An empirical analysis of zero-leverage and ultra-low leverage firms: Some UK evidence* (Working Paper Nr. 584). Geraadpleegd op EconStor website: <https://www.econstor.eu/handle/10419/50708>

Dang, V. (2013). An empirical analysis of zero-leveraged firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189-202. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.08.007>

Davis, J., Schoorman, F., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Journal*, 22(1), 20-47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>

de Visscher, F., Aronoff, C., & Ward, J. (2011). *Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in the Family Business*. Geraadpleegd op https://books.google.be/books?id=sGTmJv_fPUMC&pg=PP2&ots=98M3sO71kw&dq=managing%20%20capital%20and%20liquidity%20in%20family%20business&lr&hl=nl&pg=PR4#v=onepage&q=the%20family%20shareholder%20return&f=false

El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Zheng, X. (2017). Zero-leverage puzzle: An international comparison. *Review of Finance*, 22(3), 1063-1120. <https://doi.org/10.1093/rof/rfw065>

FBN Belgium. (z.j.). [Belgische familiebedrijven in cijfers]. Geraadpleegd op 26 oktober 2018, op <https://www.fbnbelgium.be/nl/>

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. *Entrepreneurship & Regional Development*, 25(3-4), 111-134. <https://doi.org/10.1080/08985626.2012.710262>

Gomez-Mejia, L., Haynes, K., Nunez-Nickel, M., Jacobson K., & 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. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>

Gomez-Mejia, L., Patel, P., & Zellweger, T. (2015). In the horns of the dilemma: Socioemotional wealth, financial wealth and acquisitions in family firms. *Journal of Management*, 44(4), 1-51. <https://doi.org/10.1177/0149206315614375>

González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. (2012). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.03.014>

Gottardo, P., & Moisello, A. (2015). The impact of socioemotional wealth on family firms' financial performance. *Problems and Perspectives in Management*, 13(1), 67-77.

Graham, J. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt?. *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>

Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

- Habbershon, T., & Williams, M. (1999). A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms. *Family Business Review*, 12(1), 1-25. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00001.x>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Huang, Z., Li, W., & Gao, W. (2015). Does zero-leverage policy increase inefficient investment? From the perspective of lack of bank creditors. *Journal of Applied Business Research*, 31(6), 2237-2252. <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i6.9480>
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. Geraadpleegd op <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Korteweg, A. (2010). The net benefits to leverage. *The Journal of Finance*, 65(6), 2137-2170. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01612.x>
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2013). Socioemotional wealth across the family firm life cycle: A commentary on "Family business survival and the role of boards". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1391-1397. <https://doi.org/10.1111/etap.12072>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00094.x>
- Lotfaliei, B. (2018). Zero Leverage and the Value in Waiting to Have Debt. *Journal of Banking & Finance*, 97, 335-349. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.09.010>
- McConaughy, D., Matthews, C., & Fialko, A. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49. <https://doi.org/10.1111/0447-2778.00004>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Geraadpleegd op <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. [doi/pdf/10.1257/jep.15.2.81](https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81)
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

- Naldi, L., Cennamo, C., Corbetta, G., Gomez-Mejia, L. (2013). Preserving Socioemotional Wealth in Family Firms : Asset or Liability ? The Moderating Role of Business Context. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 2-30. <https://doi.org/10.1111/etap.12069>
- Pindado, J., & Requejo, I. (2015). Family Business Performance from a Governance Perspective: A Review of Empirical Research. *International Journal of Management Reviews*, 17(3), 279-311. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12040>
- Sciascia, S., Mazzola, P., & Kellermanns, F. (2014). Family management and profitability in private family-owned firms: Introducing generational stage and the socioemotional wealth perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 131-137. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.001>
- Siebels, J., & Knyphausen-Aufseß, D. (2012). A review of theory in family business research: The implications of corporate governance. *International Journal of Management Reviews*, 14(3), 280-304. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2011.00317.x>
- Sirmon, D., & Hitt, M. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339-358. <https://doi.org/10.1111/1540-8520.t01-1-00013>
- Sonfield, M., & Lussier, R. (2004). First-, Second-, and Third-Generation Family Firms: A Comparison. *Family Business Review*, 17(3), 189-202. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00013.x>
- Strebulaev, I., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2007). Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137-156. <https://doi.org/10.1111/j.1540-627X.2007.00204.x>
- Zellweger, T. (2007). Time Horizon, Costs of Equity Capital, and Generic Investment Strategies of Firms. *Family Business Review*, 20(1), 1-15. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00080.x>