



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische  
wetenschappen

### **Masterthesis**

#### **Financiering van een familiale overdracht: determinanten**

#### **Mattias Pelgrims**

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

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

#### **COPROMOTOR :**

Mevrouw Ellen JANSSEN



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

[www.uhasselt.be](http://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 toegepaste economische  
wetenschappen

## ***Masterthesis***

### ***Financiering van een familiale overdracht: determinanten***

#### **Mattias Pelgrims**

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

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

#### **COPROMOTOR :**

Mevrouw Ellen JANSSEN



## **Woord vooraf**

Deze masterproef is opgesteld om mijn masterjaar van de richting Toegepaste Economische Wetenschappen met als afstudeerrichting Accountancy succesvol af te ronden aan de Universiteit Hasselt.

Graag zou ik mijn promotor Prof. dr. Sigrid Vandemaele willen bedanken voor het toekennen van het onderwerp van deze masterproef. Hierdoor heb ik de mogelijkheid gekregen onderzoek te voeren naar verschillende determinanten die een invloed kunnen hebben op de financiering van de intra-familiale overdracht van de aandelen in familiebedrijven.

Verder bedank ik mijn copromotor drs. Ellen Janssen voor de professionele en uitgebreide begeleiding die ik heb mogen ontvangen tijdens het maken van deze masterproef. Mede dankzij de waardevolle feedback waar ik te allen tijde op kon rekenen is deze masterproef tot stand gekomen.



## **Samenvatting**

De opvolging in familiebedrijven is één van de cruciale elementen om de continuïteit van het bedrijf te garanderen. In de bestaande wetenschappelijke literatuur is er daarom al veel onderzoek verricht naar wat het opvolgingsproces van familiebedrijven inhoudt. Een belangrijke factor in het opvolgingsproces is het beschikken over voldoende financiering om dit proces zo succesvol mogelijk te laten verlopen. Het compenseren van uittreedende familieleden is één van de belangrijke kosten waarvoor financiering nodig is. Deze thesis zal onderzoek verrichten naar welke determinanten invloed hebben op de financieringskeuze bij de intra-familiale overdracht van de aandelen. Concreet zal er gefocust worden op het wel of niet betalen van compensaties aan familieleden die het bedrijf zullen verlaten bij de overgang van het kapitaal.

Op basis van de wetenschappelijke literatuur zullen enkele hypotheses worden opgesteld die een effect verwachten van enkele determinanten op het betalen van compensaties. In het empirische deel zullen deze hypotheses vervolgens getest worden aan de hand van enquêtegegevens die verzameld werden in een eerder onderzoek. Op het einde van deze thesis wordt er een antwoord gegeven op welke determinanten invloed uitoefenen op het wel of niet betalen van compensaties. Zo blijkt dat de ondervraagde familiebedrijven eerder kiezen voor het niet betalen van compensaties aan uittreedende familieleden wanneer ze een hoger belang hechten aan familiale controle en zeggenschap over het bedrijf. Het betalen van compensaties houdt namelijk vaak in dat familiebedrijven gebruik moeten maken van externe financiering, wat een negatieve impact heeft op de familiale controle. Daarnaast ondervonden we, tegen onze verwachting in, een positieve relatie tussen het betalen van compensaties en het voorkomen van sterke sociale relaties binnen en buiten het familiebedrijf. Een mogelijke interne oorzaak hiervoor is dat uittreedende familieleden financiële motivatie nodig hebben voor het opgeven van deze sterke sociale relaties. Aan de andere kant kunnen we langdurige relaties met de bank aanhalen als mogelijke externe oorzaak. Hierdoor krijgen familiebedrijven makkelijker toegang tot schuldfinanciering met als gevolg dat men over een hogere capaciteit beschikt om compensaties te betalen.



## Inhoudsopgave

Woord vooraf .....	i
Samenvatting .....	iii
Inhoudsopgave .....	v
1. Probleemstelling .....	1
1.1. Situering.....	1
1.2. Onderzoeksvragen .....	2
1.3. Onderzoeksaanpak.....	3
2. Literatuurstudie .....	5
2.1. Wat is een familiebedrijf?.....	5
2.1.1. Definitie .....	5
2.1.2. Three circle model .....	5
2.1.3. Socioemotional wealth .....	7
2.2. Wat verstaan we onder opvolging? .....	9
2.2.1. Management transition .....	9
2.2.2. Ownership transition.....	9
2.2.3. Het opvolgingsproces.....	11
2.3. Welke financieringsmogelijkheden hebben familiebedrijven ter beschikking? .....	14
2.3.1. Financieringsvormen.....	14
2.3.2. Relevante theorieën.....	15
2.3.2.1. Agency theory .....	15
2.3.2.2. Trade-off theory.....	16
2.3.2.3. Pecking order theory.....	16
2.3.2.4. Stewardship theory .....	16
2.4. Welke determinanten zijn bepalend in de keuze voor de financieringsmethode van de aandelenoverdracht?.....	18
2.4.1. Financiering van de aandelenoverdracht .....	18
2.4.1.1. Overdracht zonder compensatie .....	19
2.4.1.1.1. Erfenis en schenking .....	19
2.4.1.1.2. Financiering.....	19
2.4.1.2. Overdracht met compensatie .....	19



2.4.1.2.1.	Verkoop van aandelen.....	19
2.4.1.2.2.	Overdracht via holdingmaatschappij.....	20
2.4.1.2.3.	Overdracht aan de hand van een <i>profit company</i> .....	20
2.4.1.2.4.	Financiering .....	20
2.4.2.	Determinanten van de financieringskeuze .....	21
2.4.2.1.	Generatie .....	21
2.4.2.2.	Snoeien familieboom .....	23
2.4.2.3.	Socioemotional wealth .....	23
3.	Methodologie .....	27
3.1.	Dataverzameling .....	27
3.2.	Onderzoeksmethode.....	27
3.3.	Afhankelijke variabele.....	27
3.4.	Onafhankelijke variabelen .....	28
3.5.	Controlevariabelen .....	29
4.	Empirische studie .....	31
4.1.	Beschrijvende statistiek .....	31
4.2.	Correlaties .....	34
4.3.	Regressieanalyses.....	37
4.3.1.	Full sample met generatieonderscheid.....	37
4.3.2.	Full sample met grootteonderscheid.....	39
5.	Conclusies.....	41
	Referenties .....	45
	Bijlagen.....	49

# 1. Probleemstelling

## 1.1. Situering

Op de website van FBN Belgium kunnen we vaststellen dat 77 procent van alle ondernemingen in België uit familiebedrijven bestaan. Ze zorgen voor 45 procent van de werkgelegenheid en ze zijn verantwoordelijk voor 33 procent van het bruto binnenlands product. Hieruit kunnen we afleiden dat het economische belang van familiebedrijven in België significant is.

Een typerend kenmerk van familiebedrijven is de intentie om het bedrijf over te dragen aan toekomstige generaties. Volgens FBN Belgium verwacht 25 procent van de Belgische familiebedrijven een overdracht van de eigendom binnen de 5 jaar. Deze opvolging slaagt meestal niet door sociale en emotionele factoren volgens Miller, Steier & Le Breton-Miller (2003). De eigenaar(s) van familiebedrijven willen namelijk in de meeste gevallen dat de opvolger het bedrijf overneemt ongeacht de capaciteiten en competenties van de opvolger. Bovendien slaagt de overgang van de eerste naar de tweede generatie maar in één derde van de gevallen en de overgang van de tweede naar de derde generatie maar in 10 tot 15 procent van de gevallen (Kets de Vries, 1993). Uit deze cijfers kunnen we afleiden dat er aandachtig en zorgvuldig gepland moet worden om de opvolging in familiebedrijven tot een goed einde te brengen.

Ook de benodigde financiële middelen voor de opvolging kunnen de overgang binnen familiebedrijven bemoeilijken (De Massis, Chua & Chrisman, 2008). De behoefte om over financiële middelen te beschikken bij opvolging komen vooral van transactiekosten. Zo is het waarschijnlijk dat de eigenaar(s) en familieleden gecompenseerd willen worden wanneer ze het bedrijf afstaan. Daarnaast kan het noodzakelijk zijn om het bedrijf te herstructureren na de opvolging. Bovendien duurt het enige tijd om een bedrijf en de volledige werking ervan over te nemen en voort te zetten.

Bij de overdracht van een familiale onderneming kunnen de eigenaars gecompenseerd worden door hun aandelen te verkopen. De kosten gerelateerd aan de aankoop van die aandelen kunnen echter erg hoog oplopen. Daar staat tegenover dat de aandelen ook geschonken of geërfd kunnen worden. De schenking of vererving van aandelen leiden tot taksimplicaties, alhoewel deze beperkt zijn in België overeenkomstig de website van IFB – Het Instituut voor het Familiebedrijf. Een schenking van de aandelen kan gebeuren tegen een tarief van 0 procent. In het geval van vererving moeten er successierechten betaald worden, zo geldt een tarief van 3 procent voor erfgenamen in rechte lijn en partners en een tarief van 7 procent voor andere personen. Een voorwaarde aan de schenking of vererving is dat de economische activiteit minstens drie jaar voortgezet moet worden na de schenking of vererving, anders geldt het gewone tarief.

Koropp, Grichnik & Gygax (2012) stellen dat het niet voldoende beschikken over financiële middelen nefast is voor de opvolging en de toekomstige groei van het bedrijf. Successieplanning en het bepalen van de qualificaties van de opvolger komen niet aan bod vooraleer de nodige financiering bereikt is. Hiermee kunnen we stellen dat de financiering voor de opvolging in familiebedrijven een belangrijke factor is waar de eigenaars rekening mee moeten houden.

Indien de financieringsproblematiek en wettelijke verplichtingen voor de interne opvolging niet tijdig wordt voorbereid en gepland, kan dit betekenen dat de opvolging binnen de familie wordt verhinderd en men moet overgaan tot het verkopen van aandelen aan externen. Dit kan als gevolg hebben dat de familie minderheidsaandeelhouder wordt van hun eigen familiebedrijf (Sund, Melin & Haag, 2015). Bovendien zorgen onopgeloste conflicten voor hogere kosten zoals compensaties of belastingen, die het best vermeden kunnen worden zodat investeringen in het bedrijf niet in het gedrang komen (Astrachan & Tutterow, 1996).

Om bovenstaande redenen kunnen we ons de vraag stellen hoe dat de aandelenoverdracht binnen familiebedrijven wordt gefinancierd. Net zoals Bjuggren & Sund (2005) maken we een onderscheid tussen twee vormen van aandelenoverdracht:

1. Overdracht zonder compensatie: In dit geval worden de aandelen overdragen naar de volgende generatie door middel van schenking of vereving. Hier is het belangrijk om rekening te houden met de taksimplicaties, alhoewel deze in België beperkt zijn zoals hierboven aangehaald.
2. Overdracht met compensatie: Hier spreken we over de verkoop van de aandelen van de uittredende familieleden aan de volgende generatie wat op verschillende manieren kan gebeuren. Men moet bewust zijn van het feit dat men financiering nodig heeft voor de aankoop van deze aandelen. Indien men niet over voldoende middelen beschikt kan men dit aanvullen met schuldfinanciering of extern eigen vermogen.

Deze masterproef zal dieper ingaan op de implicaties van de keuze tussen aandelenoverdrachten met of zonder compensaties. Compensaties naar uittredende familieleden vereisen vaak het gebruik van schuldfinanciering of financiering door extern eigen vermogen. Een voordeel van schuldfinanciering ten opzichte van financiering door aandelen is dat schulden een taxvoordeel met zich meebrengen. Dit komt doordat er kosten zijn bij gebruik van schulden en dus bekomt men een lagere winst. Financiering door eigen middelen gegenereerd binnen het bedrijf zien we overigens als interne financiering. Afhankelijk van de situatie waar het bedrijf zich in bevindt zal de voorkeur gaan naar één van deze drie mogelijkheden van financiering (Romano, Tanewski & Smyrnios, 2001). Volgens een onderzoek van FMI verkiest, in het geval van overdracht door verkoop van aandelen, 82 procent van de eigenaars van familiebedrijven om aandelen te verkopen aan werknemers of familieleden als ze het bedrijf verlaten.

Volgens de *pecking order theory* is er een chronologische volgorde in de voorkeur naar bepaalde financieringsbronnen. Eerst zullen bedrijven kiezen voor interne financiering. Vervolgens verkiezen bedrijven schuldfinanciering. Financiering door verkoop van aandelen komt als laatste omdat dit extern eigenaarschap over het bedrijf met zich meebrengt. De eigenaars van familiebedrijven willen namelijk zo weinig mogelijk de controle uit handen geven aan externen (Koropp et al., 2012).

## 1.2. Onderzoeksvragen

Bovenstaande cijfers en bevindingen tonen aan dat het interessant is om te onderzoeken hoe de financiering van de aandelenoverdracht binnen familiebedrijven gebeurt. Hieruit volgt dan ook de

centrale onderzoeksvraag van deze masterproef: Wat zijn de determinanten van de financieringskeuze voor de intra-familiale overdracht van eigendom?

In de probleemstelling werd het belang van familiebedrijven en concreter de opvolging in deze bedrijven aangehaald. De financiering van deze opvolging kan de situatie moeilijker maken. Deze masterproef zal focussen op de verschillende determinanten die een invloed kunnen hebben op het wel of niet betalen van compensaties naar uittredende familieleden. Voor de formulering van een antwoord op de centrale onderzoeksvraag zal deze masterproef ook vier deelvragen behandelen:

1. Wat is een familiebedrijf?

In deze deelvraag zal het begrip familiebedrijf gedefinieerd worden. Met behulp van het drie cirkel model kunnen we de verschillende belanghebbenden in familiebedrijven onderscheiden. Verder worden aan de hand van het begrip *socioemotional wealth* verschillende elementen aangehaald die uniek zijn voor een familiebedrijf.

2. Wat verstaan we onder opvolging?

In deze deelvraag zal dieper worden ingegaan op het begrip opvolging. Hier is het mogelijk een onderscheid te maken tussen de opvolging van het management en de opvolging van het kapitaal. Verder zal in de literatuur gezocht worden naar welke fases aan bod komen tijdens het opvolgingsproces.

3. Welke financieringsmogelijkheden hebben familiebedrijven ter beschikking?

Hier zal kort uitgelegd worden welke middelen bedrijven ter beschikking hebben om hun ondernemingsactiviteiten te financieren. De financiering van opvolging verloopt bijvoorbeeld niet geheel analoog ten opzichte van de financiering van de aankoop van een nieuwe machine. Verder zullen hier ook enkele relevante kapitaalstructuurtheorieën worden vermeld. Vertrekkende vanuit de kapitaalstructuur kunnen we ons toespitsen op de financiering van de aandelenoverdracht.

4. Welke determinanten zijn bepalend in de keuze voor een bepaalde financieringsmethode voor de aandelenoverdracht?

In deze deelvraag zal er een onderscheid gemaakt worden tussen de aandelenoverdracht met of zonder compensaties naar uittredende familieleden. Aan de hand van typische kenmerken van familiebedrijven kunnen we bepalen welke determinanten doorslaggevend zijn in de keuze voor financiering.

### 1.3. Onderzoeksaanpak

Deze masterproef zal uit enerzijds een literatuurstudie en anderzijds een empirische studie bestaan. De literatuurstudie vormt de basis om hypothesen en stellingen te formuleren die via de empirische studie al dan niet bevestigd zullen worden.

Voor de literatuurstudie zal ik mij vooral baseren op wetenschappelijke artikels. Deze artikels zal ik vinden in de databanken die beschikbaar zijn voor de Universiteit Hasselt. Concreet zal ik gebruik

maken van de database van EBSCOhost en Google Scholar. De zoektermen die ik zal hanteren zijn: family firms (familiebedrijven), succession (opvolging), financing (financiering), ownership (eigendom), ownership transition (overgang van kapitaal), etc. Verder zal ik ook verschillende websites raadplegen zoals FBN Belgium – The Family Business Network voor actuele cijfers omtrent familiebedrijven in België. Daarnaast zal ik gebruik maken van de universiteitsbibliotheek van de Universiteit Hasselt om boeken te raadplegen met als focus de overgang van kapitaal in familiebedrijven.

De empirische studie zal bestaan uit het analyseren van een bestaande dataset die dieper ingaat op de visies en keuzes van familiebedrijven met betrekking tot de financiering van de aandelenoverdracht naar de volgende generatie. Op basis van deze dataset en de literatuurstudie zullen bepaalde hypothesen getest worden met behulp van SPSS. Data voor dit onderzoek werd verzameld door mijn copromotor, drs. Ellen Janssen.

## 2. Literatuurstudie

### 2.1. Wat is een familiebedrijf?

#### 2.1.1. Definitie

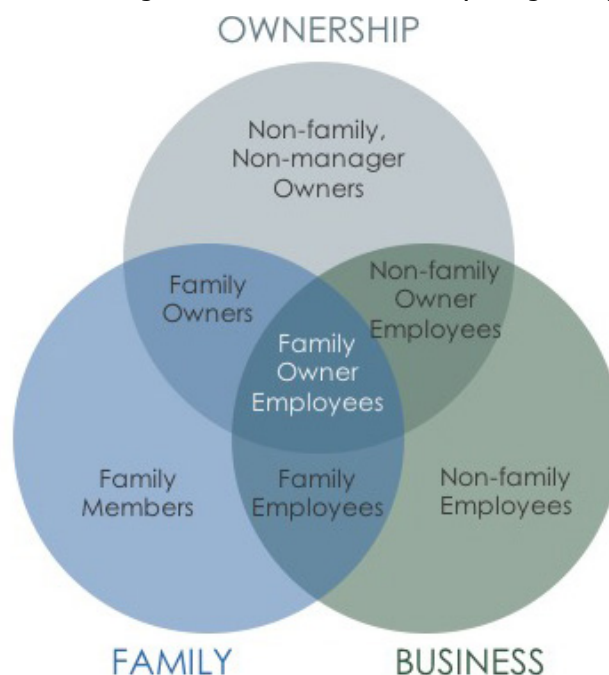
Doorheen de literatuur rond familiebedrijven vinden we vele verschillende definities die het begrip familiebedrijf proberen te omschrijven (Chua, Chrisman & Sharma, 1999). Hierdoor is het niet vanzelfsprekend om te weten wat men verstaat onder een familiebedrijf en is de vergelijkbaarheid tussen studies is moeilijk. Om dit probleem op te lossen heeft het GEEF – European Group of Owner Managed and Family Enterprises een definitie ontworpen waarbij er moet voldaan worden aan twee voorwaarden om te kunnen spreken over een familiebedrijf. Deze twee voorwaarden zijn:

1. Minstens 50% van het stemrecht op de algemene vergadering is in handen van de oprichter of in handen van de eigenaarsfamilie. Indien het gaat om een beursgenoteerde onderneming, volstaat 25% van het stemrecht in handen van de eigenaarsfamilie.
2. Minstens één vertegenwoordiger van de familie is actief in het management of het bestuur van het bedrijf.

Uit deze definitie zien we dat men enerzijds heeft gekozen voor de criteria van het stemrecht en anderzijds voor de participatie in het management. Deze twee voorwaarden zijn duidelijk omschreven en kan men makkelijk nagaan. Hierdoor is het vrij eenvoudig om te weten of een bedrijf als familiebedrijf beschouwd kan worden volgens de criteria van het GEEF.

#### 2.1.2. Three circle model

We kunnen het Three circle model van Tagiuri & Davis (1996) gebruiken om drie componenten te onderscheiden in een familiebedrijf. Deze componenten zijn ownership, family en business. Door de overlap van deze componenten is het mogelijk om de verschillende belanghebbenden in familiebedrijven te identificeren volgens het model hieronder (zie figuur 1):



Figuur 1: Three Circle Model (Tagiuri & Davis, 1996)

We kunnen de volgende zeven belangenhebbenden identificeren in familiebedrijven aan de hand van bovenstaand model van Tagiuri & Davis (1996):

1. Familielid die niet verbonden is met het familiebedrijf (family)
2. Externe aandeelhouder van het familiebedrijf (ownership)
3. Werknemers van het familiebedrijf die geen familie zijn (business)
4. Familiale aandeelhouders van het familiebedrijf (family-ownership)
5. Manager-aandeelhouders van het familiebedrijf maar geen familie (ownership-business)
6. Familiale werknemers (family-business)
7. Familiale manager-aandeelhouder (family-ownership-business)

De familiale manager-aandeelhouder (7) bevindt zich in het gebied waar de drie componenten family, ownership en business elkaar overlappen. Hij zal dus de belangen van de andere zes partijen willen nastreven en niet enkel in eigenbelang handelen. Met andere woorden wordt er gewerkt naar drie doelen: een winstgevende onderneming, aandeelhouderswaarde creëren en de familiale harmonie behouden.

Familiale werknemers (6) ervaren een dubbele rol in het familiebedrijf, ze zijn namelijk een lid van de familie en een werknemer in het familiebedrijf. Dit kan ertoe leiden dat er een intern rolconflict ontstaat door zowel aan de verwachtingen van familielid als werknemer te voldoen (Gersick, Davis, Hampton & Lansberg, 1997).

Het feit dat de familiale manager-aandeelhouder de belangen van het bedrijf, de familie en de aandeelhouders behartigt leidt ertoe dat er geen principaal-agent problemen zullen optreden (Jensen & Meckling, 1976). Aan de andere kant betekent dit dat er een concentratie is van de besluitvorming door de overlap van deze drie componenten (Tagiuri & Davis, 1996).

De persoonlijke eigenschappen van de familiale manager-aandeelhouder spelen ook een grote rol in de werking van familiebedrijven ten opzichte van niet-familiebedrijven. P. S. Davis & Harveston (1998) introduceerden het begrip *generational shadow*, wat duidt op de problematiek van niet-complete successies doordat oudere generaties indirect actief blijven in het familiebedrijf. De originele oprichters van het familiebedrijf kunnen de controle moeilijker loslaten dan latere generaties. Dit heeft als effect dat opvolgers van de eerste generatie minder gemotiveerd zijn om het familiebedrijf te runnen en dat er meer conflicten ontstaan onder familieleden.

Ward (1987) benadrukt het verschil tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven met de tegenstelling tussen families en bedrijven. Families zijn van nature emotioneel, terwijl bedrijven objectief zijn. Verder hebben bedrijven weinig moeite met het ontslaan van werknemers terwijl families juist heel beschermend zijn over hun leden. Tot slot worden werknemers gewaardeerd op de bijdrage die ze leveren voor het bedrijf terwijl familieleden onvoorwaardelijk geaccepteerd worden in de familie.

### 2.1.3. Socioemotional wealth

In de literatuur kunnen we een typisch element van familiebedrijven benoemen, namelijk *socioemotional wealth* of sociale emotionele rijkdom. Dit begrip omvat de uitoefening van gezag dat familiale eigenaars hebben over het familiebedrijf. Verder slaat het op het genoeg van familiale invloed op het bedrijf en de dichte betrokkenheid met het bedrijf die meestal de naam van de familie draagt (Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007). Sociaal-emotionele rijkdom verklaart waarom familiebedrijven gemotiveerd en toegewijd zijn om deze rijkdom te behouden. Wanneer de sociale emotionele rijkdom in het gedrang komt zullen familiebedrijven bereid zijn om een beleid te voeren die economisch niet logisch is. Met andere woorden wordt er een risico genomen om de sociale emotionele rijkdom te beschermen (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012).

Berrone et al. (2012) onderscheiden vijf dimensies van sociaal emotionele rijkdom. De eerste dimensie (F-dimensie) verwijst naar de mate van controle en zeggenschap van familiale eigenaars over het bedrijf. Familieleden nemen verschillende rollen op binnen het bedrijf om zowel formele als informele controle uit te oefenen op het bedrijf (Mustakallio, Autio & Zahra, 2002). Typisch aan familiebedrijven is dat de strategische besluitvorming mee bepaald wordt door familieleden (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a). Zo hebben ze invloed op wie er zetelt in de Raad van Bestuur of wie er deel uitmaakt van het management. Deze dimensie wordt eveneens bevestigd door andere empirische studies. Wanneer het aandeelhouderschap geconcentreerd is in handen van de familie, zal de familie een grotere invloed hebben op de stragische beslissingen van het familiebedrijf (Anderson & Reeb, 2003; Miller, Le Breton-Miller & Lester, 2012).

Een volgende dimensie (I-dimensie) duidt op de familiale betrokkenheid met het bedrijf. De identiteit van familiale eigenaars wordt geassocieerd met het familiebedrijf wanneer die dezelfde naam draagt. Het bedrijf wordt hierdoor zowel door interne als externe stakeholders gezien als een verlengde van de familie zelf. Een gevolg hiervan is dat familiebedrijven hogere morele standaarden en corporate social responsibility waarborgen omdat ze niet willen dat de familienaam negatief in het daglicht komt (Berrone, Cruz, Gomez-Mejia & Larraza-Kintana, 2010). Ook J. A. Davis & Tagiuri (1989) wijzen op de hoge toewijding en betrokkenheid in familiebedrijven die voortvloeit uit trots en familietradities.

Als derde dimensie (B-dimensie) beschrijven Berrone et al. (2012) de sterke sociale relaties in familiebedrijven. Deze interpersoonlijke relaties beperken zich niet alleen tot de familieleden maar ook tot de andere werkkkrachten in het bedrijf, tot zelfs leveranciers en andere belanghebbenden buiten het bedrijf (Miller, Lee, Chang & Le Breton-Miller, 2009).

Vervolgens wordt de emotionele betrokkenheid van familiale eigenaars in familiebedrijven als vierde dimensie (E-dimensie) aangehaald. Zoals eerder besproken zijn niet-familiale ondernemingen objectief in tegenstelling tot familiebedrijven die juist emotioneel zijn (Ward, 1987). Deze emoties in familiebedrijven zijn allesbehalve statisch, ze veranderen doorheen verschillende stadia van het familiebedrijf zoals bij opvolging, ziekte, overlijden, etc.



Als vijfde en laatste dimensie (R-dimensie) spreken Berrone et al. (2012) van de intentie in familiebedrijven om het bedrijf na te laten aan de volgende generatie in geval van opvolging. Dit betekent dat een familiale eigenaar niet zomaar aandelen zal verkopen aan externen omdat een familiebedrijf deel uitmaakt van de familie zelf. De primaire doelstelling van familiebedrijven is vaak om het bedrijf in de toekomst in goede staat na te laten aan de volgende generaties (Kets de Vries, 1993). Een direct gevolg hiervan is het tijdig plannen van opvolging om zo de eigenaarschap over het familiebedrijf te waarborgen (Le Breton-Miller, Miller & Steier, 2004).

## 2.2. *Wat verstaan we onder opvolging?*

Hierboven is besproken hoe belangrijk eigenaars van familiebedrijven het vinden om de continuïteit van het familiebedrijf te garanderen. Dit kan men best doen door de opvolging goed voor te bereiden met als doel die zo succesvol mogelijk te laten verlopen. Het niet plannen van de opvolging is een risicofactor voor het voortbestaan van de onderneming. Vaak begrijpen familiebedrijven niet wat de planning van opvolging inhoudt en beschouwen ze het als een momentopname (Lansberg, 1988). Het is echter veel meer dan dat, het is een complex en langdurig proces waarbij vele stakeholders betrokken moeten worden (S. M. Davis, 1968). Wanneer we spreken over de opvolging van bedrijven wordt in de literatuur vaak een onderscheid gemaakt tussen enerzijds management transition of de opvolging van het management en anderzijds ownership transition of de opvolging van het kapitaal (Koropp et al., 2012; Le Breton-Miller et al., 2004).

Sund et al. (2015) verwijzen in hun onderzoek naar de verschillen tussen management en ownership transition. Een eerste verschil duidt op een hoger belang van tevredenheid van belangrijke stakeholders met betrekking tot de uitkomst van management transition ten opzichte van ownership transition omdat het management cruciaal is bij het uitvoeren van de dagdagelijkse operaties van ondernemingen. Aan de andere kant zijn het vaak de familiale eigenaars met de meeste stemrechten die bepalen wie mede-eigenaar wordt of wie het management zal opvolgen. Verder is bij de opvolging van het management geen sprake van taksimplicaties terwijl de opvolging van de eigenaarschap onderworpen wordt aan schenkingsrechten of erfbelasting. Bovendien moet men de juiste vaardigheden en competenties beheersen bij het overnemen van het management, wat minder aan bod komt bij de overdracht van aandelen.

### 2.2.1. Management transition

Bij de opvolging van het management zijn er twee mogelijkheden:

1. Interne opvolging: de opvolger is iemand van binnen de familie.
2. Externe opvolging: de opvolger komt van buiten de familie.

Zoals eerder besproken is het van belang dat de toekomstige manager de normen en waarden van het familiebedrijf verderzet, daarom verkiezen familiebedrijven eerder interne opvolging omdat zo iemand die de naam van de familie draagt en omarmt het familiebedrijf verderzet. Dit kan wel als gevolg hebben dat ze niet de meest geschikte en competente opvolger kiezen, die zich eventueel buiten de familie bevindt (Bennedsen, Nielsen, Pérez-González & Wolfenzon, 2007). Een tekort aan ondernemende vaardigheden legt een beperking op het bereiken van goede resultaten.

In een derde geval is het ook mogelijk om het bedrijf te liquideren als er geen volwaardige opvolger gevonden wordt of als men verkiest de bedrijfseconomische activiteit stop te zetten.

### 2.2.2. Ownership transition

Ook bij de overgang van de aandelen kunnen we een onderscheid maken tussen intra-familiale of extra-familiale opvolging. Bij een intra-familiale overdracht is het mogelijk de aandelen te schenken, te vererven of te verkopen aan de volgende generatie. De verkoop van de aandelen aan personen

buiten de familie heeft als gevolg dat de familie controle uit handen geeft over het familiebedrijf. Deze masterproef zal vooral focussen op de intra-familiale overdracht van de eigenaarschap in familiebedrijven.

De overgang van het kapitaal van de ene generatie op de andere kan ervoor zorgen dat de eigendomstructuur ingewikkelder wordt. Niet alle transities van kapitaal bestaan uit de klassieke overgang van vader op zoon. Zo komt het bij de overgang van de eerste op de tweede generatie vaak voor dat de eigenaar het bedrijf overlaat aan zijn kinderen, in de literatuur *sibling partnerships* genoemd. In latere generaties treden er dan weer *cousin consortiums* op, of een samenwerking tussen neven en nichten (Gersick et al., 1997). Het is aanneembaar dat de visies voor de toekomst van de familiale aandeelhouders meer en meer zullen verschillen naarmate de generaties vorderen. Daarom kan het nodig zijn om de eigendomstructuur van de onderneming te vereenvoudigen of de familieboom te snoeien om de goede ontwikkeling en continuïteit van het familiebedrijf te garanderen. Lambrecht, Lievens & Beens (2007) geven nog enkele andere redenen voor het snoeien van de familieboom zoals het behouden van toegewijde familiale aandeelhouders, een gedeelde eigenaarsvisie, de juiste toewijzing van winsten en kapitaal, de bestuurbaarheid van het familiebedrijf, het vermijden van conflicten, etc. Ook Lansberg (1988) haalt aan dat tijdens de opvolging van familiebedrijven zowel management- als eigenaarschapstructuren aan vernieuwing toe zijn.

In de wetenschappelijke literatuur wordt er gesproken over *devolutionary succession* wanneer het gaat om de omgekeerde beweging tijdens een overgang van het familiebedrijf (Lansberg, 1999). Zo kan bijvoorbeeld het aandeelhouderschap door neven en nichten vereenvoudigd worden naar een structuur met alleen broers en zussen. Lambrecht et al. (2007) geven in hun boek een symbolische weergave van de eigendomstructuur via een boom; de wortels weergeven het aantal familiale manager-aandeelhouders, de takken het aantal familietakken of gezinnen en de bladeren de familiale aandeelhouders van een gezin of familietak. Het snoeien van de familieboom kan dus leiden tot een verminderd aantal wortels, takken en/of bladeren. Dit kan bijvoorbeeld nodig zijn wanneer de oprichter de aandelen gelijk verdeelt onder zijn kinderen, maar niet elk kind evenveel interesse heeft om het bedrijf te runnen. We spreken dan over actieve aandeelhouders, die actief in het familiebedrijf meewerken en passieve aandeelhouders, die niet actief zijn in het bedrijf maar wel genieten van dividenden. Hier is het dus mogelijk dat een broer zijn zus uitkoopt. Aan de andere kant kan het juist wel van belang zijn om passieve aandeelhouders binnen de familie te behouden. Ze hebben dan een rechtstreekse of onrechtstreekse band met het familiebedrijf en kunnen optreden als adviseur. Bovendien kan dit ook dienen als governance mechanisme zodat de actieve aandeelhouders in het belang van het familiebedrijf blijven handelen. Daarnaast is het ook mogelijk de vennootschap te splitsen in twee of meerdere entiteiten, zodat de erfgenamen hun eigen visie voor de toekomst van het familiebedrijf kunnen nastreven. Ook Bjuggren & Sund (2005) vermelden dat een divisie van het familiebedrijf nodig kan zijn wanneer meerdere familieleden het bedrijf willen opvolgen maar niet gezamenlijk het bedrijf willen leiden.

Naast het verzekeren van de opvolging naar de volgende generatie is het ook van belang om rekening te houden met de behoeften van de huidige familiale eigenaar tijdens en na het opvolgingsproces.

Wanneer hij niet tevreden is met het opvolgingsproces of hij voelt zich niet op zijn gemak met de compensatie die hij ontvangt, die mede zijn welzijn na de opvolging bepaalt, kan hij het opvolgingsproces hinderen of zelfs volledig dwarsbomen (Collins, Worthington & Schoen, 2016). Bovendien zijn familiale eigenaars vaak niet voorbereid op het feit dat iemand anders het bedrijf in handen zal hebben wanneer zij op pensioen gaan (Lansberg, 1988). Ze kunnen het gevoel hebben dat ze hun centrale rol in zowel de familie als het bedrijf verliezen. Het is zelfs mogelijk dat ze herinnerd worden aan hun sterfelijkheid, de emotionele impact op de oudere generatie moet dus niet onderschat worden.

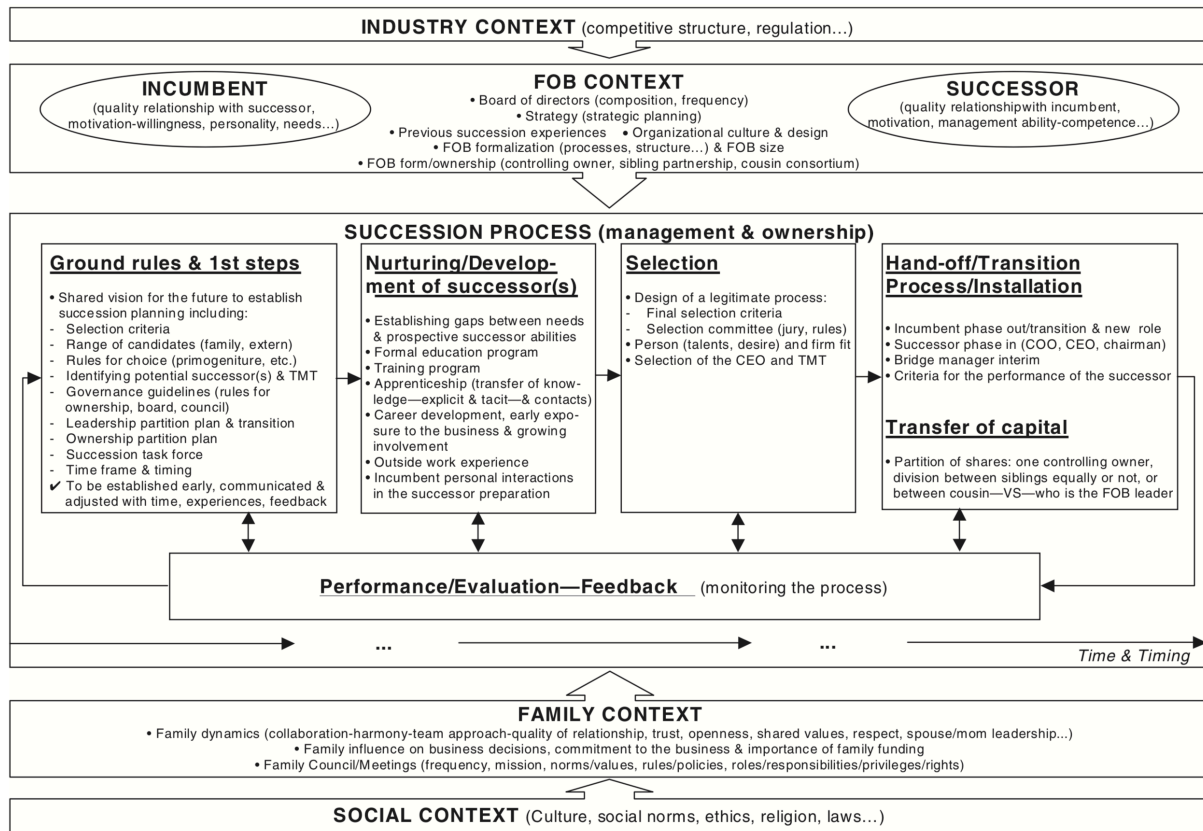
De overgang van kapitaal is om bovenstaande redenen eveneens een cruciale factor in het opvolgingsproces. Deze volgt vaak na of tijdens de overgang van het management (De Massis et al., 2008). De huidige familiale eigenaar wil immers zowel zijn persoonlijke financiële positie verzekeren als een eerlijke verdeling van het kapitaal onder de erfgenamen zonder conflicten. Er is een financieel risico verbonden aan het overdragen van het leiderschap aan een nieuwe (familiale) manager-aandeelhouder. Daarom neemt de familiale eigenaar proactief het initiatief om een deel van het kapitaal te verdelen onder hemzelf, zijn partner en andere familieleden. Bjuggren & Sund (2005) geven ook aan dat het best de familiale eigenaar is die het proces initieert. Vervolgens vermelden ze dat men rekening moet houden met de wettelijke bepalingen omtrent een verkoop of gift van de aandelen. Daarna zou men vergaderingen moeten houden omtrent de opvolging gepaard met contact met de relevante autoriteiten en adviseurs. Ten slotte zou men na de opvolging van het kapitaal de nieuwe situatie moeten monitoren en eventueel bijsturen.

### 2.2.3. Het opvolgingsproces

Le Breton-Miller et al. (2004) ontwikkelden op basis van voorgaande studies en literatuur een model die het opvolgingsproces in familiebedrijven zo gedetailleerd mogelijk probeert af te beelden. Figuur 2 geeft een weergave van het *Integrative Model For Successful FOB Successions*.

Onderstaand model geeft het opvolgingsproces centraal weer met vier verschillende fases in een dynamisch proces. Whatley (2011) benadrukt in een later onderzoek dat dit model niet als een lineair proces bekeken moet worden. Sommige familiebedrijven kunnen namelijk beginnen met de overdracht van kapitaal in plaats van het bepalen van de basisregels voor opvolging. Op deze manier zijn er verschillende mogelijkheden om het opvolgingsproces succesvol te voltooien.

Daarnaast kunnen we nog enkele factoren identificeren die invloed hebben op het opvolgingsproces zoals de sector, het familiebedrijf, de familie en de sociale context. Morris, Williams, Allen & Avila (1997) hebben uit hun onderzoek afgeleid dat de basis voor een succesvol opvolgingsproces ontstaat door open communicatie en vertrouwen tussen de betrokken partijen, gedeelde normen en waarden tussen alle belanghebbenden en goede relaties en harmonie binnen de familie. Ook is het belangrijk om de familie vroegtijdig te informeren over het concept van opvolging, op die manier is het mogelijk om te kunnen zien of er in de familie eventueel een opvolger aanwezig is. Indien er geen geschikte opvolger binnen de familie is heeft dit als gevolg dat de familie zich emotioneel kan voorbereiden op het idee van externe opvolging (Chrisman, Chua, Sharma & Yoder, 2009).



Figuur 2: Integrative Model For Successful FOB Successions (Le Breton-Miller et al., 2004)

In de eerste fase van het opvolgingsproces worden de eerste stappen tot opvolging ondernomen. Zo wordt er onder meer bepaald over welke competenties de eventuele opvolgers moeten beschikken en of men zal kiezen voor interne of externe opvolging. Verder wordt er ook een plan opgesteld voor de overgang van zowel leiderschap als eigenaarschap. Volgens Chrisman et al. (2009) bepaalt de eigenaar welke doelen en objectieven in de toekomst belangrijk en relevant zijn voor de opvolging.

Sund et al. (2015) onderscheiden in deze fase zes *preparatory requirements* of voorbereidende vereisten. Zo is het belangrijk om geïnformeerde beslissingen te nemen en bewust te zijn van de problemen die kunnen optreden tijdens het opvolgingsproces. Hier kan men ook alternatieven bekijken met als gevolg dat er verschillende uitkomsten mogelijk zijn. Verder moet de familiale eigenaar bereid zijn een stap opzij te zetten en de opvolger moet gewillig zijn om het bedrijf over te nemen (P. S. Davis & Harveston, 1999). Zoals eerder aangehaald is het van groot belang om rekening te houden met de behoeften en de toekomst van de oudere generatie. Met betrekking tot de volgende generatie kan de tijdige initiatie van het opvolgingsproces er voor zorgen dat de potentiële familiale opvolgers niet elders hun capaciteiten zullen uitoefenen (Bjuggren & Sund, 2005). De goedkeuring van mede-eigenaars, familieleden en managers over de potentiële opvolger draagt bij tot een succesvolle opvolging van de eigenaarschap (Sharma, Chrisman & Chua, 2003). Mede-eigenaars kunnen namelijk overdrachtsbeperkingen opstellen voor aandelen zodat het moeilijker wordt voor de potentiële opvolger om aandelen te verkrijgen of aan te kopen. De acceptatie van de potentiële opvolger binnen de familie is ook van cruciaal belang, de eventuele tegenstand van zowel actieve als passieve familiale aandeelhouders kan leiden tot conflicten.

Daarnaast moet men een correcte compensatie bepalen voor familieleden die niet meer actief zullen zijn in het familiebedrijf (Bjuggren & Sund, 2005). Eerder werd vermeld dat als men hier niet in slaagt dit kan leiden tot belemmering van de opvolging door uittredende familieleden. Bovendien moet men rekening houden met de kosten die aan bod komen bij opvolging met als gevolg dat er geen beperking komt op de bereidheid van de opvolger om risico's te nemen en te investeren in het bedrijf (Astrachan & Tutterow, 1996). Ten slotte kan het bevorderend zijn voor het familiebedrijf om de toekomstige manager-aandeelhouder de meerderheid van de aandelen te verstrekken (Brundin, Samuelsson & Melin, 2014). Op die manier kan de potentiële opvolger genoeg invloed uitoefenen op de raad van bestuur en het management.

Vervolgens wordt in een tweede fase een plan voorzien voor de training en opleiding van de potentiële opvolgers. Zo kan men de kloof tussen de verwachtingen en de effectieve capaciteiten van de opvolger tijdig dichten. Het is hier belangrijk dat de normen en waarden van de opvolger in overeenstemming zijn met het familiebedrijf. De familiale aandeelhouder kan in deze fase zijn ervaring en vaardigheden rond leiderschap en eigenaarschap delen met de potentiële opvolgers (Lansberg, 1988).

Als derde fase zal men een finale selectie maken en bepalen wie enerzijds de eigenaar wordt en anderzijds de leiding krijgt over het management van het familiebedrijf. Het betrekken van een externe adviesraad is aangeraden in deze fase omdat deze al ervaring heeft met opvolging en de situatie objectief kan beoordelen.

Ten laatste in de vierde fase is er de effectieve overdracht van leiderschap en eigenaarschap. De overdracht van leiderschap zal eerder een transitieperiode zijn dan een verandering van de ene dag op de andere om de opvolger de kans te geven genoeg ervaring op te doen in zijn nieuwe rol. Bij de overdracht van eigendom is het belangrijk om genoeg stakeholders te betrekken om te bepalen wat er wordt overgedragen, aan wie, wanneer en op welke basis.

Doorheen de fases van het opvolgingsproces is het van groot belang om ervan bewust te zijn dat het een dynamisch proces is en dat wijzigingen in deze fases steeds mogelijk zijn. Constante monitoring en feedback zorgt dat men tijdig kan ingrijpen en bijsturen, met als gevolg dat dit bijdraagt tot een succesvolle overdracht van het familiebedrijf.

Zoals eerder aangehaald in de probleemstelling is het noodzakelijk dat er voldoende financiering is om de opvolging van de familiale onderneming te voltooien. De planning van opvolging, het zoeken van potentiële opvolgers en het gehele opvolgingsproces vereisen voldoende financiële middelen. In de volgende sectie zal in de literatuur gezocht worden welke mogelijkheden familiebedrijven hiervoor hebben. Keuzes voor bepaalde financieringsvormen worden bevestigd door theorieën en typische eigenschappen van familiale ondernemingen.

### 2.3. Welke financieringsmogelijkheden hebben familiebedrijven ter beschikking?

Voor de financiering van een waarde creërend investeringsproject kunnen bedrijven opteren voor het gebruik van eigen middelen of middelen van externe bronnen. Men spreekt hier over zogenaamde kapitaalstructuurbeslissingen. In het geval van de financiering van een aandelenoverdracht kunnen we ons grotendeels baseren dezelfde financieringsbronnen die bij de kapitaalstructuur aan bod komen en de bijbehorende kapitaalstructuurtheorieën. Tenslotte zal de focus verschuiven naar de financiering van een aandelenoverdracht.

#### 2.3.1. Financieringsvormen

De financiering van (familiale) ondernemingen kan bestaan uit zowel eigen vermogen als vreemd vermogen. Het eigen vermogen omvat ruw genomen het kapitaal, de reserves en het overgedragen resultaat. Het kapitaal vertaalt zich naar de inbreng van de eigenaars van de onderneming. In welke verhouding de eigenaars de onderneming hebben gefinancierd wordt weergegeven door de aandelen. Hoe meer aandelen een eigenaar heeft, hoe meer middelen de eigenaar heeft ingebracht in de onderneming. Deze aandelen bepalen ook over hoeveel stemrechten de eigenaars van deze aandelen beschikken. Het zeggenschap over de onderneming wordt dus bepaald door het aantal aandelen die men bezit. Verder bepalen de aandelen ook hoeveel cashflowrechten aandeelhouders bezitten. Indien er winst wordt gemaakt en men beslist een dividend uit te betalen, zal er een dividend per aandeel worden bepaald. Hier geldt dus, hoe meer aandelen men bezit, hoe meer recht men heeft in het delen van de winst die de onderneming heeft gegenereerd.

Naast het kapitaal, bestaat het eigen vermogen van een onderneming ook uit reserves en het overgedragen resultaat. Wanneer een onderneming winst maakt, dan kan deze winst overgedragen worden naar het volgende boekjaar. Voor de toewijzing van de winst zijn er een paar mogelijkheden. De aandeelhouders kunnen bijvoorbeeld beslissen om de winst toe te wijzen aan de reserves zodat de onderneming kapitaalkrachtiger wordt. Aan de andere kant kunnen ze beslissen de winst te verdelen onder de aandeelhouders in de vorm van een dividend.

Er wordt gesproken over *interne financiering* wanneer een investeringsproject gefinancierd wordt met middelen die in het bedrijf zelf zijn gegenereerd. Concreet gaat het om de reserves en overgedragen winsten die hierboven werden besproken (intern eigen vermogen). Indien bedrijven winstgevend zijn, is het geen probleem om investeringsprojecten te financieren aan de hand van interne financiering. Daarentegen moeten bedrijven extern middelen zoeken wanneer ze niet over voldoende interne financiering beschikken. In dit geval kan er geopteerd worden voor schuldfinanciering of aandelenfinanciering (*externe financiering*).

Bij schuldfinanciering kan er een opsplitsing gemaakt worden naargelang de looptijd van de schulden. Schulden op korte termijn worden vooral gebruikt voor de normale uitoefening van de bedrijfsactiviteiten. Hier gaat het vooral om schulden aan leveranciers of kortlopende kredieten. Voor de financiering van investeringen, de groei van het bedrijf of ter aanvulling van het kapitaal gebruiken ondernemingen schulden op lange termijn. Belangrijk om te onthouden bij de financiering met behulp

van schulden is dat er ook een rente op de schulden moet worden betaald. Schuldfinanciering komt vaak voor bij de financiering van familiebedrijven omdat de familieleden meestal al het merendeel van hun persoonlijke vermogen in het bedrijf hebben gestoken (Sharma et al., 2003). In familiebedrijven wordt, na interne financiering, schuldfinanciering verkozen over aandelenfinanciering omdat ze zo minder controle over het bedrijf verliezen. Ondernemingen maken een afweging tussen mogelijke faillissementskosten en de aftrekbaarheid van interestkosten gerelateerd aan schuldfinanciering om de optimale kapitaalstructuur van de onderneming te bepalen (Michiels & Molly, 2017).

De laatste vorm van financiering is aandelenfinanciering, oftewel financiering via extern eigen vermogen. De onderneming verkrijgt cash door aandelen te verkopen (aan bijvoorbeeld een private equity onderneming). Deze financieringsoptie wordt het minst snel gekozen binnen familiebedrijven, omwille van het verlies van controle.

### 2.3.2. Relevante theorieën

Doorheen de literatuur kunnen we verschillende kapitaalstructuurtheorieën terugvinden die trachten te verklaren waarom er wordt gekozen voor een bepaalde financieringsvorm. Hieronder zal beschreven worden waarom men kiest voor interne financiering, schuldfinanciering of financiering met extern eigen vermogen.

#### 2.3.2.1. Agency theory

Bij de eerste generatie van het familiebedrijf is het leiderschap en de eigenaarschap vaak geconcentreerd bij één persoon, de oprichter. Het samenvallen van deze twee eigenschappen heeft als gevolg dat beslissingen vaak voortvloeien uit de oprichter en hierdoor zijn er weinig tot geen agency problemen (Jensen & Meckling, 1976). Dit kunnen we ook afleiden uit het drie cirkel model van Tagiuri & Davis (1996) waar de componenten familie, eigenaarschap en leiderschap samenvallen. Wanneer eigenaarschap en leiderschap niet samenvallen is het mogelijk dat er principaal-agent problemen optreden. Zo zal de eigenaar (of de principaal) van het familiebedrijf de last geven aan het management (of de agent) om het bedrijf in goede banen te leiden. De problematiek doet zich voor wanneer het management in eigenbelang gaat handelen. Zo is het mogelijk dat een hogere winst leidt tot een hogere verloning van het management terwijl de eigenaars willen streven naar het behoud van dezelfde waarden in het familiebedrijf, vaak ten koste van economische resultaten (Berrone et al., 2012). Deze agency kosten zijn relevant in familiebedrijven met betrekking tot opvolging.

Hoe meer generaties er volgen in het familiebedrijf, hoe meer de eigenaarschap over aandelen verspreid geraakt. Dit kan als gevolg hebben dat (familiale) aandeelhouders niet meer op dezelfde golfhoogte zitten en er conflicten in de familie ontstaan (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003b). Ook Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente & Castrillo (2007) wijzen op de verzwakking van familiale banden over verschillende generaties in familiebedrijven wat kan leiden tot principaal-agent problemen. Familieleden die actief zijn in het familiebedrijf kunnen zichzelf voordelen geven zoals hoge salarissen en handelen in eigenbelang. Familieleden die zich buiten het actieve management



van het bedrijf bevinden voelen hierdoor de nood om hiertegen op te treden. Een mogelijkheid is om het gebruik van schuldfinanciering af te dwingen, wat resulteert in een verlaging van de agency kosten door wangedrag van het management. Het gebruik van schuldfinanciering zorgt er namelijk voor dat het management minder risico's zal nemen omdat ze anders in financiële problemen kunnen geraken. Familiale ondernemingen kunnen dus opteren voor schuldfinanciering om de principaal-agent problemen in te perken.

#### 2.3.2.2. Trade-off theory

De afweging die ondernemingen maken bij het gebruik van schuldfinanciering tussen faillissementskosten enerzijds en de aftrekbaarheid van interestkosten anderzijds wordt de trade-off theorie genoemd (Modigliani & Miller, 1958). Hierbij geldt hoe hoger het gebruik van schuldfinanciering, hoe hoger het risico om de schulden niet te kunnen afbetalen met een faillissement als gevolg. Dit is iets wat familiale eigenaars absoluut willen vermijden omdat niet alleen hun persoonlijke vermogens verdwijnen, ook de familiale human capital aanwezig in het bedrijf zal vervallen (McConaughy, Matthews & Fialko, 2001). Eerder is besproken dat familiebedrijven ernaar streven zoveel mogelijk familiale controle te behouden over het bedrijf over verschillende generaties. Daar staat tegenover dat er minder ruimte is om gebruik te maken van externe financiële bronnen om de verdere groei en ontwikkeling van het familiebedrijf te bekostigen (Romano et al., 2001). Blanco-Mazagatos et al. (2007) halen aan dat er daarom sprake is van een alternatieve trade-off tussen het behoud van familiale controle en het gebruik van externe financiering. De financieringsmix van een familiebedrijf zal volgens de trade-off theorie dus afhangen van bovenstaande afweging.

#### 2.3.2.3. Pecking order theory

De pecking order theorie stelt dat het verschil tussen interne financiering en de middelen nodig om zaken te betalen eerst wordt aangevuld met schuldfinanciering en pas daarna met financiering door aandelen (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Het gebruik van interne financiering wordt door familiebedrijven geprefereerd op andere financieringsvormen omdat hier geen informatie-assymmetrie meespeelt. Informatieassymmetrie heeft als gevolg dat er een verkeerde of hogere marktprijs is van zowel schuld- als aandelenfinanciering (Myers & Majluf, 1984). Bovendien willen familiebedrijven de transactiekosten zo laag mogelijk houden wanneer ze kapitaal aantrekken. Het financieren met middelen buiten de onderneming brengt ook externe controle met zich mee en dat is iets wat familiebedrijven proberen te vermijden (Koropp et al., 2012).

#### 2.3.2.4. Stewardship theory

Het concept van *socioemotional wealth* komt grotendeels overeen met de stewardship theorie van Miller, Le Breton-Miller & Scholnick (2008). Familiale eigenaars focussen op lange termijn vooruitzichten en de continuïteit van het familiebedrijf. Ze willen hiermee het fortuin, de naam en de reputatie van de familie beschermen. Familiebedrijven onderhouden een hechte gemeenschap van medewerkers in het bedrijf en zoeken dichter contact met klanten en stakeholders buiten het bedrijf. De stewardship in familiebedrijven wordt versterkt wanneer er meerdere familieleden actief zijn in het bedrijf. Het gevoel van familiale eigenaars dat het bedrijf volledig of gedeeltelijk eigendom is van hen, ook psychologisch eigenaarschap genoemd, wordt beschouwd als een antecedent van de

stewardship theorie (Henssen, Voordeckers, Lambrechts & Koiranen, 2014). In tegenstelling tot de agency theorie, waar individuen extrinsiek gemotiveerd zijn en handelen in eigenbelang, benadrukt de stewardship theorie de intrinsieke motivatie en het vooropstellen van het familiebedrijf bij familiale eigenaars (Michiels & Molly, 2017). Deze intrinsieke motivatie zorgt ervoor dat de belangen van managers en aandeelhouders in dezelfde lijn liggen en er dus geen principaal-agent problemen optreden. We verwachten dus dat er, in tegenstelling tot de agency theorie, minder schuldfinanciering wordt gebruikt om agency kosten te verminderen.

## *2.4. Welke determinanten zijn bepalend in de keuze voor de financieringsmethode van de aandelenoverdracht?*

### 2.4.1. Financiering van de aandelenoverdracht

Bij de opvolging van familiebedrijven is er de assumptie onder toekomstige generaties om het management en de eigenaarschap op te volgen. De opvolging van de aandelen kan gebeuren via verschillende manieren. Zo is het mogelijk om de aandelen te erven wanneer de familiale aandeelhouder te overlijden komt, dit is vaak onverwacht en zonder enige planning omtrent de opvolging van de aandelen. Die situatie leidt tot nadelen zoals erfbelasting en andere juridische obstakels (Bjuggren & Sund, 2005). Daarnaast is het voor de oudere generatie een optie om de aandelen te verkopen of te schenken aan de opvolgers (Brockhaus, 2004). Deze manieren van opvolging hebben als gevolg dat er verscheidene kosten aan bod kunnen komen. Zo moeten familiebedrijven rekening houden met de taksimplicaties van opvolging (Bjuggren & Sund, 2005; De Massis et al., 2008), alhoewel deze in België beperkt zijn zoals eerder aangehaald. De aandelenoverdracht in familiebedrijven wordt namelijk niet alleen gedaan om het leiderschap en de aandelen binnen de familie te houden, maar ook om de groei en winstgevendheid van de onderneming te bevorderen. Dit heeft als gevolg dat het in het belang van het familiebedrijf is om de kosten zo laag mogelijk te houden gedurende de overdracht van de aandelen.

Er kunnen verschillende soorten kosten optreden wanneer bepaalde familieleden uit het bedrijf willen treden bij de opvolging van het bedrijf. Allereerst willen deze familieleden natuurlijk een compensatie voor het opgeven van hun zeggenschap in de onderneming, hetgeen een financieringslast veroorzaakt voor de overnemende generatie. Verder kan het zijn dat de volgende generatie het familiebedrijf wil herstructureren of terug op de goede weg wil helpen, hiervoor hebben ze genoeg financiën nodig (Koropp et al., 2012). Het opstellen van contracten en overeenkomsten tussen de betrokken familieleden vereist ook genoeg tijd en middelen (Bjuggren & Sund, 2005). Het geld dat nodig is voor deze transactiekosten kunnen familiebedrijven putten uit eigen middelen of zoeken bij externe bronnen.

In deze masterproef zal er gefocust worden op de eerste soort kosten, namelijk kosten verbonden aan het compenseren van de uittredende generatie. Net zoals in Bjuggren & Sund (2005), maken we een onderscheid tussen aandelenoverdrachten waarbij er geen compensatie betaald moet worden en overdrachten waarbij er wel een compensatie betaald moet worden aan de uittredende familieleden. In het artikel van Bjuggren & Sund (2005) worden de vijf meest voorkomende alternatieven voor de opvolging van het kapitaal aangehaald: een testament, een schenking, een verkoop van de aandelen onder de marktprijs, een verkoop van de aandelen aan een familiale holding en een verkoop van een winstgevende onderneming aan een externe partij. Terwijl er bij de eerste twee vormen geen sprake is van een compensatie, zal er bij de laatste drie methodes wel een compensatie uitbetaald worden aan de verkoper.

#### 2.4.1.1. Overdracht zonder compensatie

##### 2.4.1.1.1. Erfenis en schenking

Een familiale eigenaar kan ervoor opteren om geen compensatie te vragen voor de aandelenoverdracht naar de volgende generatie. Dit kan ofwel bij leven (schenking) of bij dood (erfenis). In het laatste geval kunnen familiale eigenaars een testament gebruiken om te bepalen wie de aandelen verkrijgt na het overlijden indien ze liever niet meedelen wie de nieuwe eigenaar zal worden (Bjuggren & Sund, 2005). Door de lage erfbelasting in het kader van de overdracht van familiebedrijven tussen familieleden (3%) zijn de financieringskosten verbonden aan deze manier van overdracht te verwaarlozen. Een tweede optie die geen compensatie vereist is de schenking van de aandelen aan de volgende generatie. Ook hier is het belangrijk om rekening te houden met de kosten van de relevante taksen en overeenkomsten. In België kan de schenking van aandelen gebeuren aan een tarief van nul procent. Ook hier is de financieringslast voor de opvolger quasi onbestaande.

##### 2.4.1.1.2. Financiering

Concreet spreken we van *familiale financiering* wanneer de eigendom wordt doorgegeven door middel van schenking of erving van de aandelen. In het geval van schenking betaalt de familiale aandeelhouder eigenlijk opportunitetskosten, want hij zou de aandelen ook kunnen verkopen aan externe aandeelhouders tegen de marktprijs van de aandelen. De taksimplicaties van deze manieren van opvolging kunnen de aandelenoverdracht in familiebedrijven belemmeren en andere opties zoals de verkoop van aandelen aantrekkelijker maken (Bjuggren & Sund, 2005). De regulering van schenking of erving hangt af van het rechtssysteem van het land waarin de onderneming actief is en varieert sterk tussen verschillende landen (Sund et al., 2015). Zoals in de probleemstelling vermeld, hanteert België een erfbelasting van 3% voor erfgenamen in rechte lijn of partners en 7% voor andere personen. Een schenking van de aandelen kan gebeuren zonder belasting. Hierdoor zou men kunnen stellen dat de planning van opvolging wordt gestimuleerd. De voorwaarde die men hier stelt voor de verlaagde tarieven is dat de bedrijfseconomische activiteit ononderbroken moet worden verdergezet voor ten minste drie jaar na de schenking of vererving.

#### 2.4.1.2. Overdracht met compensatie

Het is ook mogelijk dat de uittredende generatie opteert voor een aandelencompensatie. De bedrijfsoverdracht kan in dit geval op drie manieren georganiseerd worden: via de gewone verkoop van aandelen, via de oprichting van een holdingmaatschappij of via een *profit company handover* (Bjuggren & Sund, 2005).

##### 2.4.1.2.1. Verkoop van aandelen

De verkoop van de aandelen aan de volgende generatie opent de mogelijkheid om de oudere generatie en andere uittredende familieleden te vergoeden. Deze vergoedingen verhogen het welzijn van de oudere generatie na het verlaten van het familiebedrijf. Indien de aandelen worden verkocht binnen de familie ligt de prijs van die aandelen vaak onder de marktprijs (Bjuggren & Sund, 2005). De koper binnen de familie moet wel over de middelen beschikken om deze aandelen te kunnen

betalen via uitgekeerde dividenden, persoonlijk kapitaal of persoonlijke leningen. Aan de verkoop van aandelen is bijgevolg een enorme transactiekost verbonden, namelijk de prijs die betaald moet worden voor de aandelen. Bij een schenking of vererving is er geen prijs die betaald moet worden. Er is dus een grotere financieringslast bij een verkoop van aandelen. Indien er geen kopers binnen de familie zijn of ze kunnen de aandelen niet geheel overkopen, kunnen de uittredende familieleden de aandelen ook aanbieden tegen de marktprijs aan externe minderheidsaandeelhouders.

#### 2.4.1.2.2. Overdracht via holdingmaatschappij

Het is ook mogelijk dat de aandelen van het familiebedrijf worden gekocht door een (nieuw opgerichte) familiale holding. Deze holding wordt vaak gestart door de oudere generatie. Voor de compensaties aan de verkopers van de aandelen van het familiebedrijf moet men vaak bankleningen aangaan. De leningaflossingen en intrestkosten die hieruit voortvloeien worden betaald door dividenden die stromen van het familiebedrijf naar de holding. De familiale holding heeft recht op de dividenden omdat ze volledige controle heeft over het familiebedrijf. De familiale eigenaar kan vervolgens de aandelen van de familiale holding schenken aan de volgende generatie (Bjuggren & Sund, 2005). Zo genieten de oudere generatie en uittredende familieleden van een compensatie en kunnen de aandelen aan een tarief van nul procent worden geschonken aan de opvolgers. We kunnen hier overigens niet spreken over een pure schenking aan de volgende generatie omdat de familiale holding de banklening nog moet aflossen.

#### 2.4.1.2.3. Overdracht aan de hand van een *profit company*

Een alternatief op de familiale holding is dat de familiale holding alleen de materiële en financiële activa overkoopt van het familiebedrijf. Het familiebedrijf bestaat dan enkel nog uit winsten (een zogenaamde *profit company*). De familiale eigenaar verkoopt vervolgens het familiebedrijf aan een externe koper die de verliezen van zijn externe onderneming kan compenseren met de winsten van het familiebedrijf. Daarna schenkt de familiale eigenaar de aandelen van de familiale holding aan de opvolgers. De winsten werden niet mee overgenomen door de holding dus de schenkingsrechten die betaald moeten worden zullen lager liggen (Bjuggren & Sund, 2005). Deze werkwijze heeft in België geen voordeel omdat de schenking kan gebeuren aan een nultarief.

#### 2.4.1.2.4. Financiering

De opvolger dient een aanzienlijk bedrag op tafel te leggen indien de uittredende generatie een vergoeding vraagt. Omdat familieleden vaak al het merendeel van hun persoonlijke vermogens hebben geïnvesteerd in het bedrijf en men wil de aandelen van andere familieleden overkopen, zal men dus bankleningen moeten aangaan om dit te financieren. Indien men geen bankleningen kan of wil aangaan, is het mogelijk om gebruik te maken van extern eigen vermogen.

Volgens de pecking order theorie kunnen we verwachten dat familiebedrijven eerder kiezen voor schuldfinanciering via banken dan het betrekken van extern eigen vermogen in de onderneming. Bij het gebruik van bankleningen maakt men de afweging tussen mogelijke faillissementskosten en de aftrekbaarheid van intrestkosten. Hoe meer schuldfinanciering men gebruikt, hoe hoger het faillissementrisico voor het familiebedrijf. Wanneer er gebruik wordt gemaakt van schuldfinanciering

kan de financiële instelling beperkte controle uitoefenen over het familiebedrijf. Zo kan de bank doelen vooropstellen zoals het behalen van bepaalde performance targets of clauses opnemen in de leenovereenkomst. Indien deze vereisten niet worden behaald of men slaagt er niet in de banklening terug te betalen is het mogelijk dat de bank activa van de onderneming in beslag neemt of zelfs het faillissement aanvraagt. Deze vorm van financiering voor compensaties houdt dus een enorm risico in voor het familiebedrijf.

Het gebruik van extern eigen vermogen willen familiebedrijven zoveel mogelijk vermijden omdat ze zo hun controle over het familiebedrijf zien afnemen. Toch kan dit nodig zijn indien uittredende familieleden niet de compensatie kunnen verkrijgen die ze verwachten van de andere familiale aandeelhouders. Door de aandelen of een deel ervan te verkopen tegen de marktprijs aan externe minderheidsaandeelhouders kunnen ze mogelijk de compensatie verkrijgen die ze zoeken.

Wu, Chua & Chrisman (2007) ondervonden in hun onderzoek dat familiale betrokkenheid in bedrijven leidt tot een lager gebruik van externe aandelen. Familiebedrijven kiezen immers liever voor het behoud van zeggenschap dan voor de verdere groei en ontwikkeling van het bedrijf. Daarnaast kwam deze relatie ook terug in de studie van Poutziouris (2011) met als oorzaak de empathy-kloof die bestaat tussen familiale eigenaars en investeerders. Aan de andere kiezen grote familiebedrijven in sectoren gekenmerkt door groei, kapitaalintensiviteit en cycliciteit eerder voor financiering met extern eigen vermogen dan voor schuldfinanciering vanwege hun afkeer voor financiële moeilijkheden zoals het niet kunnen terugbetalen van schuldeisers (King & Peng, 2013).

#### 2.4.2. Determinanten van de financieringskeuze

Hierboven is besproken dat de aandelenoverdracht binnen familiebedrijven zowel zonder als met compensatie kan gebeuren. We kunnen ons vervolgens afvragen welke factoren hier invloed op hebben. In de literatuur worden verschillende elementen aangehaald die mogelijk een invloed hebben op het wel of niet vragen van een compensatie voor de aandelen. Zo worden er door meerdere studies verschillen waargenomen omtrent het risicoprofiel en het gebruik van schuldfinanciering tussen familiebedrijven die al meerdere overdrachten hebben meegemaakt en familiebedrijven die hier nog geen ervaring mee hebben. Daarnaast is er de mogelijkheid het aantal familietakken die aandelen hebben van het bedrijf te verminderen door familieleden uit te kopen. Ten slotte beschrijven we hoe de dimensies van *socioemotional wealth* een effect kunnen hebben op het wel of niet compenseren van uittredende familieleden.

##### 2.4.2.1. Generatie

Kaye & Hamilton (2004) halen aan dat bij de overgang van de eerste op de tweede generatie er een lagere bereidheid is tot het nemen van risico's. De tweede generatie streeft eerder naar het behoud van waarde in plaats van naar waardecreatie. Dit betekent dat ze een kapitaalstructuur met een hoog vreemd vermogen vermijden en schuldfinanciering uit de weg gaan. Hierdoor proberen ze te behouden wat de oprichter heeft opgebouwd en dit voort te zetten over meerdere generaties (Miller & Le Breton-Miller, 2005). Deze negatieve relatie tussen familiaal eigenaarschap en het gebruik van schuldfinanciering wordt bevestigd door studies van Gallo & Vilaseca (1996) en Mishra & McConaughy

(1999). Als verklarende factoren vonden ze het controlerisico, de faillissementskosten en het beleid van financiële instellingen, die vooral focusen op het persoonlijk kapitaal in plaats van het in staat zijn van familiebedrijven om leningen terug te betalen. Daarnaast blijven de oprichters typisch langer aanwezig in het familiebedrijf, wat een aanvullende beperking kan leggen op het gebruik van externe middelen.

Daarentegen blijkt dat er bij de opvolging naar de derde en latere generaties minder risicoaversie is en meer vraag is naar schuldfinanciering in familiebedrijven (Schulze et al., 2003b). Familiebedrijven zien ook makkelijker de mogelijkheid om leningen bij financiële instellingen aan te gaan door langdurige relaties tussen de familie en de bank. Indien voorgaande successies succesvol waren is het voor het familiebedrijf eenvoudiger om leningen aan te gaan en betere voorwaarden te krijgen bij banken (Gersick et al., 1997; Le Breton-Miller & Miller, 2006). Ook Chua, Chrisman, Kellermanns & Wu (2011) wijzen op de relaties van het familiebedrijf met de bank om toegang te krijgen tot bankfinanciering. De bedreiging van de familienaam, en dus ook de sociaal emotionele rijkdom, bij het niet betalen van de financiële verplichtingen aan de bank is een motief om dit altijd juist en tijdig te doen. Dit is ook bevestigd door een empirische studie van Molly, Laveren & Deloof (2010). Ze vonden bij de overgang van de eerste op de tweede generatie een daling in het gebruik van schuldfinanciering en bij de overgang naar de derde en latere generaties identificeerden ze terug een stijging in het gebruik van schuldfinanciering. Schulze et al. (2003b) halen aan dat de risicobereidheid van familiale eigenaars van derde en latere generaties meer in lijn liggen met die van institutionele investeerders en aandeelhouders van beursgenoteerde bedrijven.

Indien uittredende familiale aandeelhouders een compensatie zoeken en men wil de aandelen binnen de familie houden, zullen de andere familiale aandeelhouders kapitaal nodig hebben om deze aandelen over te nemen. Hiervoor moeten ze vaak grote geldsommen lenen van financiële instellingen of onttrekken van de onderneming via dividenden. Ook dit heeft als gevolg dat latere generaties van het familiebedrijf een hogere vraag naar schuldfinanciering zullen hebben (De Massis et al., 2008) mede om de aandelen van uittredende familieleden over te kopen.

Uit deze twee alinea's kunnen we dus concluderen dat we terug een stijging in het gebruik van schuldfinanciering verwachten bij de overgang van het familiebedrijf naar derde en latere generaties. Ook het aandeelhouderschap onder familieleden zal verspreider geraken naarmate de generaties vorderen en dus kan men verwachten dat meer familieleden uitgekocht willen worden. Hierdoor anticiperen we dat men eerder zal overgaan tot een verkoop van de aandelen aan de volgende generatie om uittredende familieleden te compenseren. We bekomen de volgende hypothese:

H1a: Overdrachten van de eerste naar de tweede generatie zullen minder snel gebruik maken van de verkoop van aandelen vergeleken met overdrachten tussen latere generaties.

Aan de andere kant blijkt uit de studie van Koropp et al. (2012) dat er een lager gebruik is van schuldfinanciering bij de overgang naar derde en latere generaties. Door de ervaring met opvolging in het familiebedrijf is het mogelijk dat deze bedrijven sneller het initiatief nemen om zich bezig te houden met de financiële benodigheden voor het opvolgingsproces. Dit heeft als gevolg dat deze

bedrijven focussen op het opbouwen van familiaal kapitaal en het verhogen van de interne financieringscapaciteit om de behoefte aan externe financiering te verminderen. Bovendien hebben nabestaanden zich vaak ingekocht in het bedrijf met het merendeel van hun persoonlijke vermogens. Die investering willen ze niet zomaar opgeven en ook daarom ontwijken ze het nemen van risico's zoals het gebruik van schuldfinanciering (Shepherd & Zacharakis, 2000).

Dit stemt overeen met de stagnation theorie die stelt dat de resultaten van familiebedrijven naarmate de generaties volgen steeds minder worden (Miller et al., 2008). Hier ligt vaak als oorzaak de lagere bereidheid van familiebedrijven om risico's te nemen hoe verder de generaties vorderen. Vaak heerst er een conservatief beleid en de focus op het behoud van waarde in plaats van waardecreatie. De vrees voor een faillissement van het bedrijf leidt tot een lager gebruik van schuldfinanciering. We kunnen hieruit de volgende hypothese afleiden:

H1b: Overdrachten van de eerste naar de tweede generatie zullen sneller gebruik maken van de verkoop van aandelen vergeleken met overdrachten tussen latere generaties.

#### 2.4.2.2. Snoeien familieboom

Hierboven is vermeld dat de aandelen steeds verspreider geraken over meerdere familieleden naarmate de generaties in het familiebedrijf vorderen. Eerder hebben we aangehaald dat familiebedrijven dit kunnen voorkomen door de aandelenstructuur te vereenvoudigen door *devolutionary succession*. Indien er meerdere familietakken bestaan binnen het bedrijf kan dit namelijk zorgen voor onenigheid over de toekomst van het bedrijf tussen deze takken. Een logisch gevolg hiervan kan zijn dat de ene familietak de andere uitkoopt. Familietakken onderling zijn namelijk minder genereus vergeleken met overdrachten van vader op kinderen. De compensaties naar de uittredende familietakken vereisen middelen die familieleden niet zomaar ter beschikking hebben. Met bankleningen is het mogelijk de aankoop van de aandelen van de andere familietak te bekostigen, we hypothesiseren:

H2: Bij overdrachten binnen één familiale generatie (snoeien) zal er sneller gebruik gemaakt worden van compensaties vergeleken met overdrachten tussen generaties.

#### 2.4.2.3. Socioemotional wealth

Familiale eigenaars vinden het belangrijk dat de familiale controle over het bedrijf in de toekomst niet afzwakt om zo ook de sociale emotionele rijkdom te behouden (F-dimensie). Hierdoor vermoeden we dat uittredende familieleden minder snel een compensatie vragen om de familiale controle over het bedrijf te waarborgen. Deze relatie werd ook verwacht in de studie van Koropp et al. (2012), alhoewel ze geen significante relatie hebben gevonden tussen het gebruik van schuldfinanciering en het belang dat men hecht aan familiale controle. Ook hebben we eerder aangehaald dat financiële instellingen controle kunnen uitoefenen op bedrijven door performance targets en andere clausules op te nemen in de leenovereenkomst. Hier geldt dus ook hoe meer belang men hecht aan familiale controle, hoe minder men gebruik zal maken van schuldfinanciering. Dit stemt ook overeen met de alternatieve trade-off theory van Blanco-Mazagatos et al. (2007). Men



heeft namelijk kapitaal nodig om uittredende familieleden te compenseren wat men kan bekomen via schuldfinanciering of extern eigen vermogen met als gevolg dat men controle over het familiebedrijf opgeeft. We kunnen dus de volgende hypothese formuleren:

H3: Hoe hoger het belang dat gehecht wordt aan familiale controle en zeggenschap over het bedrijf, hoe minder snel men een compensatie zal vragen bij de aandelenoverdracht.

De identificatie die familieleden hebben met het familiebedrijf zorgt ervoor dat ze hoge morele standaarden en corporate social responsibility waarborden (I-dimensie). Het bedrijf wordt door zowel interne als externe stakeholders gezien als een verlengde van de familie. Hierdoor tracht het bedrijf een positieve reputatie uit te stralen. Dit wordt ook bevestigd door de stewardship theorie waar het vooropstellen van het familiebedrijf centraal staat. Omdat het bedrijf vaak de naam van de familie draagt zal men eerder kiezen voor familiale opvolging via schenking. Indien men opteert voor compensaties voor uittredende familieleden is het mogelijk dat men aandelen moet verkopen aan externe minderheidsaandeelhouders om genoeg middelen te voorzien. Dit kan een negatieve impact hebben op de positieve uitstraling die het bedrijf wil behouden. Men wil dus zo min mogelijk externen bij het familiebedrijf betrekken om de goede familienaam te waarborgen. Hieruit volgt de hypothese:

H4: Hoe hoger de familiale identificatie en betrokkenheid met het bedrijf, hoe minder snel men een compensatie zal vragen bij de aandelenoverdracht .

Sterke sociale relaties met stakeholders binnen en buiten het bedrijf is ook typerend aan familiebedrijven (B-dimensie). Het belang van de familiale harmonie binnen het familiebedrijf met betrekking tot de opvolging blijkt ook uit andere studies. Zo leidt een betere samenwerking en een betere dynamiek binnen de familie tot een grotere kans op slagen van de opvolging (Morris, Williams & Nel, 1996; Sharma, Chrisman, Pablo & Chua, 2001). Door de betere samenwerking en harmonie binnen het familiebedrijf kunnen we aannemen dat men eerder zal kiezen voor de interne opvolging van het kapitaal en dat men dus minder externe aandeelhouders betreft in het familiebedrijf. Door de sterke relaties zal de interne opvolging eerder gebeuren zonder compensatie door hogere generositeit tussen familieleden. Dit leidt tot de hypothese:

H5: Hoe sterker de sociale relaties binnen en buiten het bedrijf, hoe minder snel men een compensatie zal vragen bij de aandelenoverdracht.

De emotionele betrokkenheid van familieleden in het familiebedrijf zorgt mee voor het behoud en de continuïteit van het bedrijf (E-dimensie). Het verliezen van een familiebedrijf is bijgevolg een zware emotionele klap voor de meeste familiale eigenaars (Sharma & Manikutty, 2005). Een positief element van deze hoge emotionele betrokkenheid is dat er meer altruïsme en vertrouwen heerst onder familieleden (Schulze et al., 2003a). Aan de andere kant kan dit ook leiden tot conflicten onder familieleden. Door deze conflicten kunnen familiale eigenaars zelfs het motief krijgen om aandelen te verkopen (Beckhard & Dyer, 1983). Indien de emotionele banden tussen familieleden van een laag niveau zijn kan dit leiden tot meer wrijving in het bedrijf. In deze situatie anticiperen we dat

familieleden sneller geneigd zullen zijn een compensatie te vragen. Hieruit kunnen we de volgende hypothese afleiden:

H6: Hoe sterker het niveau van de emotionele banden tussen familieleden, hoe minder snel men een compensatie zal vragen bij de aandelenoverdracht.

De intentie om het familiebedrijf over te dragen aan de volgende generatie en hierdoor de continuïteit te garanderen (R-dimensie) kan betekenen dat men eerder zal kiezen voor de schenking van aandelen dan voor de verkoop ervan. De schenking van de aandelen heeft namelijk als gevolg dat er geen extra beperking komt op de financiële middelen van het bedrijf die mogelijk de continuïteit van de onderneming in het gedrang brengt. Hierdoor hypothesiseren we:

H7: Hoe hoger de intentie om de aandelen familiaal te laten opvolgen, hoe minder snel men een compensatie zal vragen bij de aandelenoverdracht.

Voorgaande hypothesen proberen te verklaren welke factoren invloed kunnen hebben op de keuze tussen een aandelenoverdracht naar de volgende generatie met of zonder compensatie. In het volgende hoofdstuk zal beschreven worden hoe de data werd verzameld en hoe dit geanalyseerd zal worden om de hypothesen te aanvaarden of te verwerpen.



### **3. Methodologie**

Aan het einde van voorgaande sectie werden er op basis van de literatuurstudie verschillende hypothesen omgesomd. Deze zullen in de empirische studie getest worden met behulp van de data die verzameld werd door mijn copromotor, drs. Ellen Janssen. Hieronder volgt een beschrijving van de dataverzameling, de onderzoeksmethode en de gebruikte variabelen.

#### *3.1. Dataverzameling*

De data gebruikt voor deze masterproef werd verkregen via een enquête 'Familiale bedrijfsoverdracht in België' opgesteld door mijn copromotor, drs. Ellen Janssen, in het kader van haar doctoraat. Aan de hand van artikels, zakelijke tijdschriften en websites van bedrijven werden er door Ellen Janssen familiebedrijven geïdentificeerd die een overdracht hebben meegemaakt sinds 1996. Dit resulteerde in een dataset van 1000 familiebedrijven. Deze familiebedrijven werden vervolgens via email verzocht om de enquête in te vullen. De non-respondenten werden in een tweede ronde opnieuw gecontacteerd via een persoonlijke email of telefoon om de responsratio te verhogen.

De enquête leverde 347 responsen op van familiebedrijven in Vlaanderen, wat neerkomt op een responsratio van bijna 35%. Onder de gebruikte responsen voor deze masterproef, die verder worden beschreven, bevonden zich enkele *missing values* of ontbrekende waarden in de antwoorden op de enquête. Na het elimineren van de responsen met ontbrekende waarden bleven er nog 275 responsen (27,5%) over.

#### *3.2. Onderzoeksmethode*

Voor het analyseren van de verkregen data zullen we verschillende antwoorden van de respondenten opdelen in een afhankelijke variabele, onafhankelijke variabelen en controlevariabelen. Deze variabelen zullen bestudeerd worden aan de hand van beschrijvende statistiek om een algemeen overzicht te krijgen van de verschillende responsen. Hier zullen ook de minima en maxima van de variabelen worden weergegeven alsook het gemiddelde, de standaardafwijking, etc. Vervolgens zullen de correlaties tussen alle gebruikte variabelen worden weergegeven in een correlatietabel. Hierdoor kunnen we de individuele relatie tussen twee variabelen identificeren. Ten slotte worden de variabelen onderworpen aan verschillende regressieanalyses. Hierdoor kunnen we mogelijke significante verbanden herkennen tussen de afhankelijke variabele enerzijds en de onafhankelijke en controlevariabelen anderzijds. Op basis hiervan kunnen we de hypothesen aanvaarden of verwerpen. De analyse van de gegevens zal gebeuren met het programma IBM SPSS Statistics 25 en Microsoft Excel.

#### *3.3. Afhankelijke variabele*

In de literatuurstudie hebben we aangehaald dat deze masterproef focust op de kosten met betrekking tot de compensatie naar uittreedende familieleden bij de overdracht van de aandelen naar de volgende generatie. In de enquête werd onder meer gevraagd op welke manier de aandelen werden overdragen tijdens de meest recente aandelenoverdracht. Hier hadden de respondenten de

keuze te kiezen tussen de verkoop van aandelen, de schenking van de aandelen, de vererving van de aandelen, een combinatie van voorgaande drie of een andere manier. Omdat we net zoals Bjuggren & Sund (2005) een onderscheid maken tussen overdracht met of zonder compensatie gebruiken we als afhankelijke variabele *Compensatie*. Indien de overdracht gebeurde aan de hand van de schenking of vererving van de aandelen kreeg deze variabele een 0 toebedeeld. In het geval van een combinatie van verkoop, schenking en/of vererving van de aandelen ging het in 52% van de gevallen om de verkoop van de aandelen. Om deze reden kreeg onze afhankelijke variabele 1 toegewezen indien de overdracht gebeurde door de verkoop van aandelen, een combinatie of een andere optie. *Compensatie* is dus een dummy variabele.

### 3.4. Onafhankelijke variabelen

De vijf dimensies van *socioemotional wealth* zijn natuurlijk moeilijk te meten in cijfers. Berrone et al. (2012) hebben in hun artikel een reeks voorgestelde stellingen beschreven om de verschillende dimensies van *socioemotional wealth* te meten via een enquête. In de enquête van drs. Ellen Janssen werd hiervan gebruik gemaakt zodat voor elk van de dimensies enkele stellingen gegeven werden die betrekking hadden tot de eigenschappen van één bepaalde dimensie. De respondenten konden deze stellingen beoordelen op een 7-punts Likert schaal waarin 1 overeen kwam met helemaal oneens en 7 overeen kwam met helemaal eens. Om een cijfer te kunnen geven aan de dimensies werd een gemiddelde genomen van de antwoorden van een respondent die betrekking hadden tot één bepaalde dimensie. Op die manier bekomen we de gemiddelde antwoorden op elke dimensie van de respondenten, op een schaal van 7. Hierdoor verkrijgen we dus volgende vijf onafhankelijke variabelen: *SEW\_F*, *SEW\_I*, *SEW\_B*, *SEW\_E*, *SEW\_R*.

Uit de literatuur is gebleken dat we een verschil vermoeden tussen de overdracht van aandelen bij familiebedrijven die al een overgang hebben meegemaakt in het verleden en familiebedrijven die zo een overgang voor de eerste keer meemaken. In de enquête kon men aanduiden welke generatie op het moment van de ondervraging de eigendom in handen had. Zo konden we een onderscheid maken tussen familiebedrijven die zijn overgegaan van de eerste naar de tweede generatie en familiebedrijven die zijn overgegaan naar derde en latere generaties. Concreet hebben we ook hier gebruik gemaakt van een dummy variabele *Derde\_later* die een 1 kreeg toegewezen in het geval dat de eigendom in handen was van de derde generatie of later en een 0 in de andere gevallen.

Daarnaast hebben we beschreven hoe we verwachten dat *devolutionary succession* (Lansberg, 1999) of het verminderen van het aantal familiale aandeelhouders mogelijk een invloed heeft op de compensaties naar uittredende familieleden. In de enquête werd hier omtrent gevraagd of de aandelen werden overgedragen binnen één generatie of overheen meerdere generaties. In het eerste geval kunnen we spreken van *devolutionary succession* of het snoeien van de familieboom. Hier hebben we eveneens een nieuwe dummy variabele *Snoeien* kunnen creëren door deze variabele een 1 te geven bij overdracht binnen één generatie en een 0 in de andere situaties.

### 3.5. Controlevariabelen

In deze masterproef zal er gebruik gemaakt worden van vier controlevariabelen. De prestaties van familiebedrijven kunnen we aanhalen als eerste controlevariabele omdat we vermoeden dat hoe hoger de prestaties zijn van ondernemingen, hoe hoger hun financieringscapaciteit met als gevolg dat beter presterende ondernemingen de mogelijkheid hebben om compensaties te betalen. Myers & Majluf (1984) beschrijven bijvoorbeeld dat beter presterende bedrijven eerder gebruik zullen maken van interne financiering. Met behulp van de enquête hebben we acht verschillende prestatiegraadstafes van de ondervraagde familiebedrijven kunnen identificeren. De respondenten konden stellingen over de groei in verkopen, de groei in marktaandeel, de groei in werknemers, de groei in winstgevendheid, het rendement op eigen vermogen, het rendement op totale activa, de winstmarge op verkopen en het vermogen om groei te financieren via winsten beoordelen in vergelijking met hun concurrenten. De beoordeling gebeurde evenzeer op een 7-punts Likert schaal waarin 1 veel slechter en 7 veel beter voorstelde. Van deze acht antwoorden werd vervolgens het gemiddelde genomen om de prestaties van deze familiebedrijven uit te drukken in één variabele, namelijk *Prestaties*.

Een volgende controlevariabele duidt op de grootte van de familiale onderneming. Romano et al. (2001) halen in hun onderzoek aan dat er een duidelijk verschil is in financiering tussen kleine en grote ondernemingen. Zo kunnen grote ondernemingen bijvoorbeeld makkelijker gebruik maken van schuldfinanciering doordat ze een hogere activa bezitten ten opzichte van kleine ondernemingen. Dit kan als gevolg hebben dat grote ondernemingen over een hogere capaciteit beschikken om compensaties te betalen. Via de enquête hebben we informatie verkregen over het aantal voltijdsequivalenten in de ondervraagde familiebedrijven. De voltijdsequivalenten kunnen we gebruiken om de grootte van deze bedrijven in cijfers uit te drukken. Omdat er grote verschillen voorkomen in de data hebben we het natuurlijk logaritme genomen van het aantal voltijdsequivalenten op het einde van 2017. Het resultaat van dit natuurlijk logaritme gaf ons de variabele  $Ln\_WN\_FTE$ .

Verspreid aandeelhouderschap is een andere factor die invloed kan hebben op de financieringsbeslissingen die familiebedrijven nemen. Zo kan een hoger aantal aandeelhouders leiden tot de voorkeur voor schuldfinanciering (Blanco-Mazagatos et al., 2007). Hierdoor anticiperen we een invloed van de aandeelhoudersconcentratie op het betalen van compensaties. De respondenten hebben in de enquête aangegeven hoeveel aandeelhouders hun familiebedrijven tellen. Dit geeft ons de controlevariabele *Aandeelhouders*.

Het aantal jaren sinds het oprichtingsjaar is de laatste controlevariabele die we zullen gebruiken. Berger & Udell (1998) wijzen op het verschil in financiering tussen jonge ondernemingen, die vooral familiaal kapitaal aanreiken, en mature ondernemingen waar men meer gebruik maakt van schuldfinanciering. Hierdoor vermoeden we dus ook een verschil in het betalen van compensaties met betrekking tot de leeftijd van de onderneming. De respondenten konden het oprichtingsjaar invullen in de enquête. Het aantal jaren dat de onderneming actief is konden we dus berekenen door het verschil te nemen tussen 2019 en het oprichtingsjaar waaruit de variabele *Age* volgde.

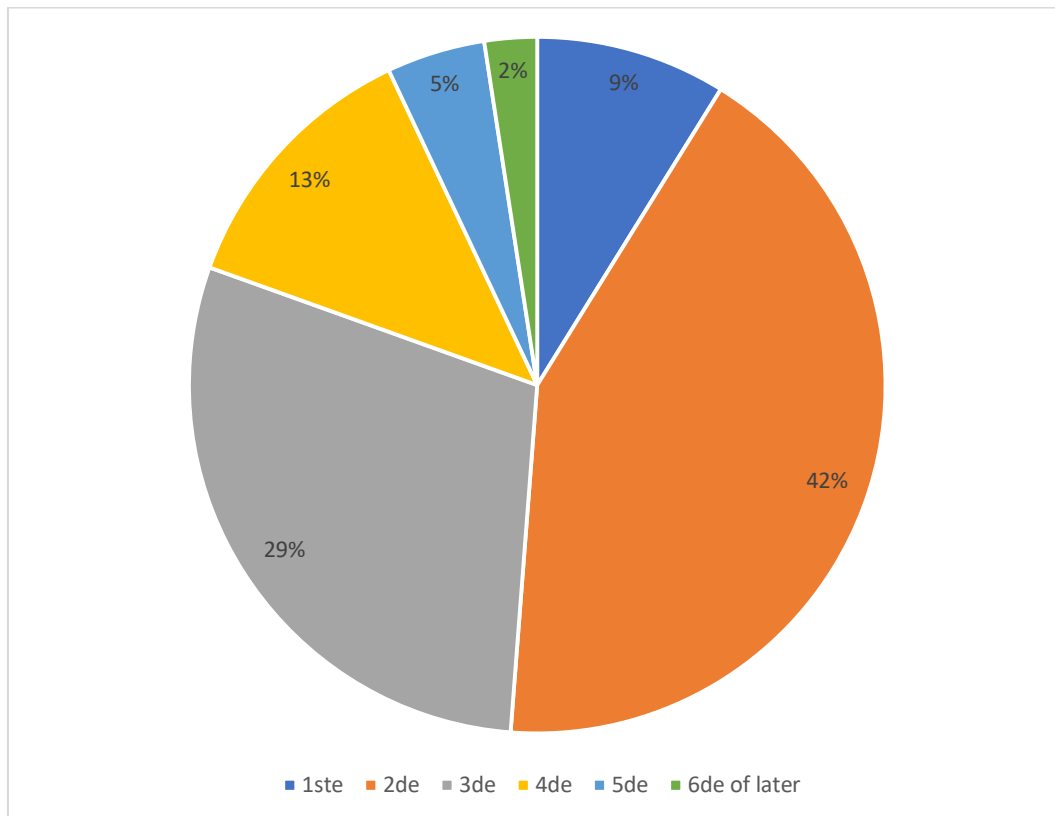


## 4. Empirische studie

In deze sectie zullen de analyses van de verkregen gegevens gebeuren aan de hand van beschrijvende statistiek, correlaties en regressieanalyses. Op basis van de regressieanalyses kunnen we uiteindelijk een oordeel vellen over de hypothesen.

### 4.1. Beschrijvende statistiek

Zoals eerder aangehaald werd in de enquête gevraagd welke generatie de eigendom van het familiebedrijf in handen had op het moment van de ondervraging. Hierdoor kunnen we met een taartdiagram een overzicht schetsen van welke generaties het meeste voorkomen in onze steekproef.



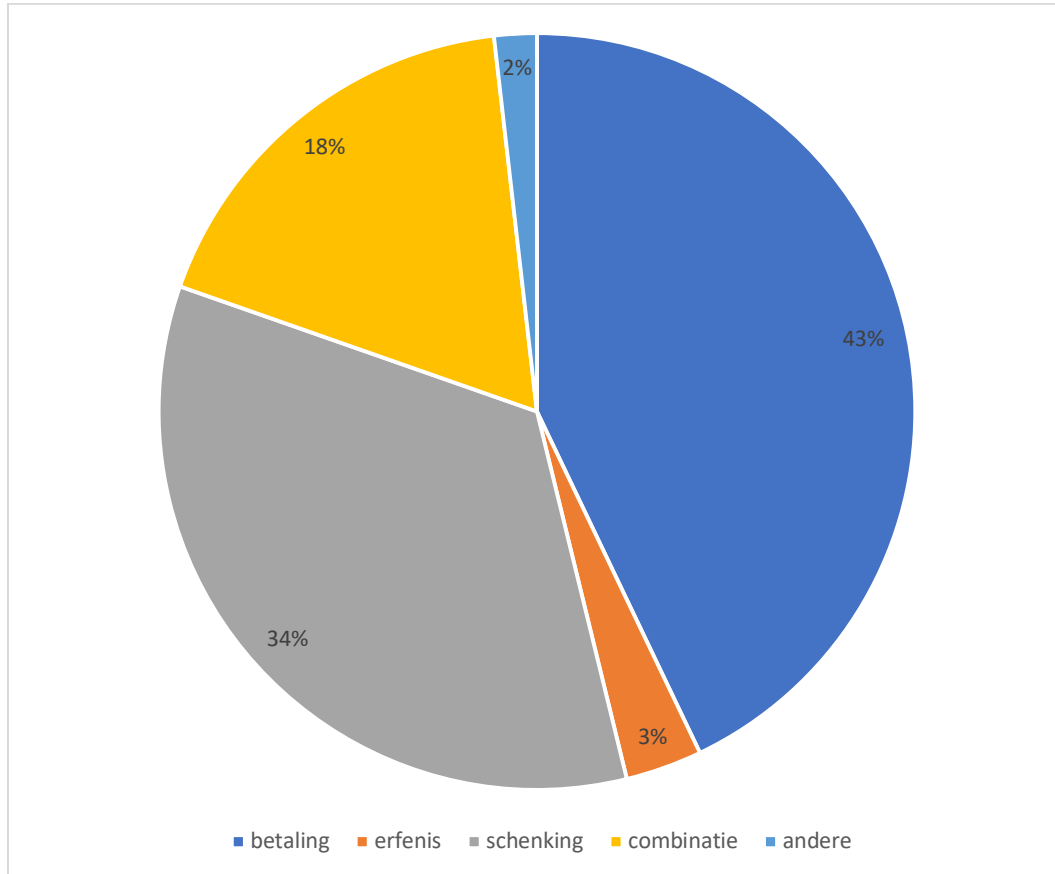
Figuur 3: Welke generatie heeft de eigendom in handen

Op figuur 3 kunnen we duidelijk zien dat de grootste groep familiebedrijven onder de controle van de tweede generatie (42%) valt. Daarna volgt de derde generatie (29%), de vierde generatie (13%), de eerste generatie (9%), de vijfde generatie (5%) en ten slotte de zesde generatie of later (2%).

Daarnaast hebben we met het oog op het testen van de afhankelijke variabele een abstractie gemaakt van de manier waarop de aandelen zijn overgedragen. Zo hebben we de schenking en vererving van de aandelen beschouwd als de overdracht van aandelen zonder compensatie. De verkoop van aandelen, een combinatie van vorige drie mogelijkheden of een andere manier hebben we opgevat als de overdracht van aandelen met compensatie. In figuur 4 wordt weergegeven op welke manier de aandelen werden overgedragen tijdens de meest recente aandelenoverdracht. Hier kunnen we zien dat in 43% van de gevallen de aandelen zijn overgedragen door verkoop. De schenking van de aandelen naar de volgende generatie gebeurde in 34% van de gevallen. Slechts in



3% van de gevallen ging het om de vererving van de aandelen. In 18% van de aandelenoverdrachten ging het om een combinatie van voorgaande drie manieren. Hierbij werd er gemiddeld genomen vooral geopteerd voor de verkoop van aandelen (52%), gevolgd door de schenking van de aandelen (45%) en maar een klein aandeel omvatte de vererving van de aandelen (3%). Andere manieren om de aandelen over te dragen kwam voor in 2% van de situaties.



Figuur 4: Op welke manier werden de aandelen overgedragen naar de volgende generatie

Onderstaande tabel 1 geeft ons een overzicht van de variabelen die in de methodologie zijn besproken. We kunnen hier onder meer het gemiddelde, de mediaan, het minimum, het maximum en de standaardafwijking terugvinden. Alle variabelen tellen 275 observaties. Hier kunnen we waarnemen dat gemiddeld 63% van de aandelenoverdrachten compensaties betalen naar uittreedende familieleden. Met andere woorden werden er 103 aandelenoverdrachten voltooid zonder compensaties en 172 aandelenoverdrachten met compensaties. Uit de volgende dummy variable *Derde\_later* blijkt dat er gemiddeld 54% van de ondervraagde familiebedrijven eigendom is van de derde generatie of later. In cijfers betekent dit een frequentie van 126 familiebedrijven in de eerste of tweede generatie en 149 familiebedrijven in de derde generatie of later. De laatste dummy variabele *Snoeien* leert ons dat in 33% van de overdrachten de aandelen werden overgedragen binnen één generatie. In 184 van de gevallen werden de aandelen overgedragen overheen meerdere generaties. Daarnaast kunnen we de FIBER dimensies van *socioemotional wealth* eveneens terugvinden in tabel 1. De gemiddelde waarden hiervan liggen tussen 5,05 en 5,87 wat duidt op hoge scores (maximum is 7). Dit is iets wat we kunnen verwachten omdat socioemotional wealth een typisch element is van familiebedrijven zoals beschreven in de literatuurstudie. Vervolgens zien

we bij de variabele *Prestaties* een gemiddelde van 4,58 en een mediaan van 4,50. Hieruit kunnen we afleiden dat de ondervraagde familiebedrijven relatief optimistisch zijn over hun prestaties ten opzichte van hun concurrenten. Over de variabele *Ln\_WN\_FTE* kunnen we weinig zeggen omdat we hier het natuurlijk logaritme hebben genomen van de voltijdsequivalenten in de familiebedrijven. Indien we deze variabele terug tot de e-macht verheffen vinden we een gemiddelde van 65,59 voltijdsequivalenten in de ondervraagde familiebedrijven. Verder vinden we een mediaan van 25, een minimum van 2 en een maximum van 1300 voltijdsequivalenten. De standaardafwijking bedraagt 128,373. De controlevariabele *Age* geeft ons een gemiddelde leeftijd van 62,23 jaar van de ondervraagde familiebedrijven. Ten slotte kunnen we waarnemen dat het gemiddeld aantal aandeelhouders 2,48 bedraagt.

Variabele	Gemiddelde	Mediaan	Minimum	Maximum	Standaardafwijking
<b>Compensatie</b>	0,63	1	0	1	0,485
<b>Derde_later</b>	0,54	1	0	1	0,499
<b>Snoeien</b>	0,33	0	0	1	0,471
<b>SEW_F</b>	5,13	5,20	1	7	1,134
<b>SEW_I</b>	5,87	6	1,17	7	0,919
<b>SEW_B</b>	5,51	5,60	1,80	7	0,799
<b>SEW_E</b>	5,05	5	1,17	7	0,967
<b>SEW_R</b>	5,45	5,50	1,75	7	1,140
<b>Prestaties</b>	4,58	4,50	1	6,88	0,905
<b>Ln_WN_FTE</b>	3,31	3,22	0,69	7,17	1,293
<b>Age</b>	62,23	54	10	199	34,634
<b>Aandeelhouders</b>	2,48	2	1	8	1,245

Tabel 1: Beschrijvende statistiek

Nu we een algemeen inzicht hebben verkregen in de gebruikte variabelen voor deze masterproef kunnen we in een volgende stap onderzoeken welke correlaties zich voordoen tussen de verschillende variabelen. Met behulp van de Pearson correlation kunnen we een tabel opstellen die de correlaties tussen de verschillende variabelen weergeeft in tabel 2 op de volgende pagina.

## 4.2. Correlaties

	Compensatie	Derde_later	Snoeien	SEW_F	SEW_I	SEW_B	SEW_E	SEW_R	Prestaties	Ln_WN_FTE	Age
<b>Compensatie</b>											
<b>Derde_later</b>	0,057										
<b>Snoeien</b>	0,113*	0,011									
<b>SEW_F</b>	-,234***	-0,056	-0,085								
<b>SEW_I</b>	-0,050	-0,019	0,019	,464***							
<b>SEW_B</b>	0,046	-0,045	0,060	,283***	,456***						
<b>SEW_E</b>	-0,074	-0,067	0,026	,386***	,525***	,361***					
<b>SEW_R</b>	-0,038	0,044	-0,001	,325***	,561***	,422***	,445***				
<b>Prestaties</b>	0,073	0,026	0,060	-0,034	0,040	,177***	-0,060	,162***			
<b>Ln_WN_FTE</b>	-0,033	-0,055	0,100*	-0,111*	-0,006	0,034	-0,070	,152**	,221***		
<b>Age</b>	,154**	,535***	0,084	0,037	0,074	0,043	-0,042	0,109*	0,014	0,010	
<b>Aandeelhouders</b>	-,195***	0,006	-,124**	0,070	-0,046	0,047	0,079	,122**	0,104*	,225***	0,036

\* Correlatie significant op 10% (two-tailed)

\*\* Correlatie significant op 5% (two-tailed)

\*\*\* Correlatie significant op 1% (two-tailed)

Tabel 2: Correlatietabel

De correlatietabel op de voorgaande pagina kunnen we gebruiken om te bepalen of er sprake is van multicollineariteit tussen onze variabelen. Multicollineariteit doet zich voor wanneer er twee variabelen hoog gecorreleerd zijn met elkaar met als gevolg dat de betrouwbaarheid van ons model in het gedrang komt. Dohoo, Ducrot, Fourichon, Donald & Hurnik (1997) halen in hun artikel aan dat men met zekerheid kan spreken over multicollineariteit wanneer de correlatie tussen twee variabelen hoger ligt dan 0,90. Yu, Jiang & Land (2015) spreken over een indicatie dat multicollineariteit kan ontstaan bij correlaties hoger dan 0,70. De hoogste correlatie die waargenomen kan worden in tabel 2 bedraagt 0,561 met name de correlatie tussen *SEW\_I* en *SEW\_R*. We kunnen er dus van uit gaan dat ons model niet sterk beïnvloed wordt door de problemen van multicollineariteit.

Daarnaast kunnen we opmerken dat alle dimensies van *socioemotional wealth* sterk gecorreleerd zijn met elkaar. Dit is ook logisch omdat de verschillende dimensies elkaar hoogstwaarschijnlijk versterken in familiebedrijven. Zo kan bijvoorbeeld gelden dat hoe hoger het belang dat men hecht aan de familiale controle over het bedrijf (*SEW\_F*), des te hoger de identificatie en familiale betrokkenheid met het familiebedrijf (*SEW\_I*).

Wanneer we kijken naar de afhankelijke variabele *Compensatie* kunnen we enkele interessante significante correlaties opmerken. Het snoeien van de familieboom is significant positief gecorreleerd (10%) met het betalen van compensaties. Een verklaring hiervoor is het uitkopen van bijvoorbeeld broers of zussen wanneer het aantal familiale aandeelhouders wordt verminderd. Daarnaast is er een significante negatieve correlatie (1%) met de variabele *SEW\_F* van -0,234. Ook dit valt te verwachten omdat het betalen van compensaties kan leiden tot het verliezen van controle over het familiebedrijf. Het verkopen van de aandelen houdt namelijk vaak in dat men gebruik zal moeten maken van schuldfinanciering of dat men externe minderheidsaandeelhouders betreft in het familiebedrijf wat natuurlijk een negatieve impact heeft op de mate van familiale controle. Een derde variabele *Age* is positief gecorreleerd (5%) met de afhankelijke variabele *Compensatie*. In de literatuurstudie hebben we ondervonden dat latere generaties van familiebedrijven sneller gebruik maken van schuldfinanciering dan jongere generaties. Het is bovendien aanneembaar dat hoe ouder het familiebedrijf is, hoe meer generaties er eigendom hebben gehad over het familiebedrijf. Dit kunnen we ook afleiden uit de hoge positieve correlatie (1%) van 0,535 tussen *Age* en *Derde\_later*. We kunnen dus vermoeden dat latere generaties meer bereid zijn compensaties te betalen naar uittredende familieleden door deze positieve correlatie. Deze significante correlatie vinden we echter niet terug tussen de variabelen *Derde\_later* en *Compensatie*, hier vinden we maar een lichte positieve correlatie van 0,057. Ten slotte zien we ook een sterke negatieve correlatie (1%) van -0,195 tussen *Aandeelhouders* en *Compensatie*. Dit valt mogelijk te verklaren door de wettelijk vastgelegde behandeling van de familiale eigenaar voor zijn erfgenamen in geval van schenking, namelijk een evenredige verdeling van het aantal aandelen. Indien ervoor wordt gekozen om maar één van de erfgenamen aandeelhouder te maken, zullen de andere erfgenamen op één of andere manier gecompenseerd moeten worden. Dus als de onderneming wordt overgedragen naar alle kinderen (meer aandeelhouders), kan men makkelijker opteren voor de schenking van de aandelen omdat niemand nadelig wordt behandeld.

Een laatste interessante positieve correlatie is die tussen de variabelen *Prestaties* en *Ln\_WN\_FTE* van 0,221 (1%). Hieruit kunnen we vermoeden dat de familiebedrijven met een hoger aantal voltijdsequivalenten optimistischer zijn over de prestaties van hun bedrijf in vergelijking met hun concurrenten.

### 4.3. Regressieanalyses

Hierboven hebben we met behulp van de correlatietabel een indicatie gekregen van de relaties tussen de verschillende variabelen. Echter vinden we hier alleen de correlaties tussen twee variabelen en kunnen we hieruit geen conclusies trekken omdat we niet controleren voor de andere variabelen. Aan de hand van een regressieanalyse kunnen we al onze variabelen in één model gieten en het effect op de afhankelijke variabele testen.

We zullen gebruik maken van een binaire logistische regressie omdat de afhankelijke variabele *Compensatie* een dummy variabele is. Hiervoor zal het gebruik van verschillende regressiemodellen ons helpen om de hypothesen vooropgesteld in de literatuurstudie te kunnen aanvaarden of verwerpen.

#### 4.3.1. Full sample met generatieonderscheid

Onze eerste hypothese vermoedt een onderscheid tussen het betalen van compensaties naar uittredende familieleden in familiebedrijven die al ervaring hebben met het overdragen van de eigendom naar de volgende generatie en familiebedrijven die deze ervaring niet hebben. Door de tegenstrijdige wetenschappelijke literatuur omtrent generatie in familiebedrijven kan het boeiend zijn om onze sample op te delen volgens generatie. Zo kunnen we een indicatie krijgen welke variabelen in welke groep een grotere invloed hebben. Daarom geeft tabel 3 een regressieanalyse met de volledige sample (model 1), enkel met familiebedrijven die zich bevinden in de eerste en tweede generatie (model 2) en ten slotte met familiebedrijven in de derde en latere generaties (model 3). Hieronder een weergave van de vergelijking van model 1:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 * Derde_later_i + \beta_2 * Snoeien_i + \beta_3 * SEW_F_i + \beta_4 * SEW_I_i + \beta_5 * SEW_B_i + \beta_6 * SEW_E_i + \beta_7 * SEW_R_i + \beta_8 * Prestaties_i + \beta_9 * Ln_WN_FTE_i + \beta_{10} * Age_i + \beta_{11} * Aandeelhouders_i + \varepsilon_i$$

$Y$	=	afhankelijke variabele <i>Compensatie</i>
$i$	=	ondervraagd familiebedrijf
$\varepsilon$	=	error term

In tabel 3 vinden we geen significant verband terug tussen het hebben van ervaring met opvolging en het betalen van compensaties naar uittredende familieleden ( $\beta = -0,342$ ). We verwerpen dus zowel hypothese 1a als hypothese 1b. Dit kunnen we mogelijk verklaren doordat de effecten van beide hypothesen meespelen en elkaar opheffen. Ook hypothese 2 wordt niet ondersteund door onze regressiemodellen. De verwachte positieve relatie tussen het snoeien van de familieboom en het betalen van compensaties naar uittredende familieleden ( $\beta = 0,283$ ) is niet significant. Dit valt mogelijk te verklaren doordat het snoeien van de familieboom niet in elk geval gepaard gaat met het uitkopen van andere familieleden. De mate van belang dat familiebedrijven hechten aan het uitoefenen van controle en zeggenschap op het familiebedrijf heeft een sterke, negatieve impact op het betalen van compensaties ( $\beta = -0,628$ ,  $p < 0,01$ ). De derde hypothese wordt dus bevestigd door onze data, familiebedrijven zullen dus eerder opteren voor de schenking en vererving van aandelen om de familiale controle over de onderneming te verzekeren. De vooropgestelde negatieve relatie

tussen de sterke identificatie en betrokkenheid van familieleden met het bedrijf en het betalen van compensaties (hypothese 4) wordt niet bevestigd door onze data ( $\beta = 0,034$ ). Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat het positieve imago van het familiebedrijf naar de buitenwereld toe gewaarborgd blijft, of men nu wel of niet compensaties betaalt naar uittreedende familieleden. Daarnaast vinden we, tegen de verwachting in, een significante positieve relatie ( $\beta = 0,373$ ,  $p < 0,10$ ) tussen het bestaan van sterke sociale relaties binnen en buiten het bedrijf en het betalen van compensaties. Dit wil zeggen dat hypothese 5 verworpen wordt door onze data. Een verklaring hiervoor kan zijn dat men door betere relaties met de bank makkelijker toegang krijgt tot schuldfinanciering met als gevolg dat men over een hogere capaciteit beschikt om compensaties te betalen. Hypothese 6 wordt niet ondersteund door onze data. Onze data weergeeft geen significante relatie tussen het hebben van sterke emotionele banden onder familieleden en het betalen van compensaties ( $\beta = -0,015$ ). Dit kunnen we mogelijk verklaren doordat de effecten van negatieve emoties, zoals conflicten, en positieve emoties, zoals persoonlijke relaties, elkaar opheffen met betrekking tot het betalen van compensaties. De intentie die familiebedrijven hebben om het bedrijf over te laten aan de volgende generatie om zo mee de continuïteit te garanderen heeft geen enkele invloed in ons model op het wel of niet betalen van compensaties ( $\beta = 0,000$ ). Met andere woorden kunnen we hypothese 7 verwerpen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat in beide gevallen, of men nu wel of niet compensaties betaalt, het doel van de R-dimensie wordt bereikt namelijk het overdragen van het familiebedrijf aan de volgende generatie.

	<b>Model 1</b>		<b>Model 2</b>		<b>Model 3</b>	
<b>Variabelen</b>	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
<b>Derde_later</b>	-0,342	0,293				
<b>Snoeien</b>	0,283	0,348	0,003	0,996	0,539	0,203
<b>SEW_F</b>	-0,628***	0,000	-0,339	0,141	-0,876***	0,001
<b>SEW_I</b>	0,034	0,876	-0,476	0,181	0,406	0,193
<b>SEW_B</b>	0,373*	0,071	0,401	0,290	0,362	0,179
<b>SEW_E</b>	-0,015	0,936	0,064	0,834	-0,246	0,361
<b>SEW_R</b>	0,000	0,998	0,059	0,823	0,005	0,982
<b>Prestaties</b>	0,199	0,214	0,495*	0,066	0,034	0,877
<b>Ln_WN_FTE</b>	-0,098	0,394	-0,389*	0,051	0,051	0,747
<b>Age</b>	0,014***	0,006	0,047***	0,006	0,009	0,118
<b>Aandeelhouders</b>	-0,344***	0,003	-0,632***	0,002	-0,213	0,176
<b>Constant</b>	1,131	0,382	0,843	0,697	1,409	0,426
<b>Nagelkerke's R<sup>2</sup></b>	0,198		0,344		0,199	
<b>n</b>	275		126		149	

\* significant op 10%, \*\* significant op 5%, \*\*\* significant op 1%

Tabel 3: Binaire logistische regressiemodellen met generatieonderscheid

In model 2 vinden we een interessante significante, positieve relatie ( $\beta = 0,495$ ,  $p < 0,10$ ) tussen de gevoelsmatige prestaties van eerste en tweedegeneratie familiebedrijven ten opzichte van concurrenten en het betalen van compensaties naar uittredende familieleden. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat het beter presteren van de onderneming leidt tot een hogere interne financiering. Deze hogere interne financiering kan men vervolgens gebruiken voor het compenseren van familieleden die het bedrijf zullen verlaten. Eerste en tweedegeneratie familiebedrijven hebben bovendien niet dezelfde trackrecords als latere generaties en krijgen dus moeilijker financiering bij banken. Voor jongere ondernemingen is het dus wel belangrijk dat er voldoende interne middelen zijn om compensaties te betalen.

#### 4.3.2. Full sample met grootteonderscheid

Hierboven hebben we in model 2 en 3 een generatieonderscheid gemaakt tussen de ondervraagde ondernemingen. Zoals eerder vermeld spreken Romano et al. (2001) van een verschil in financiering tussen kleine en grote ondernemingen. Om die reden is het interessant om een verschil te identificeren tussen het betalen van compensaties in kleine en grote familiebedrijven. In de beschrijvende statistiek werd aangehaald dat de mediaan van de voltijdsequivalenten van de ondervraagde ondernemingen 25 bedraagt. Hierdoor kunnen we onze sample opdelen in kleine (25 voltijdsequivalenten of minder – model 4) en grote bedrijven (meer dan 25 voltijdsequivalenten – model 5). Een weergave van deze regressiemodellen zijn terug te vinden in tabel 4.

Variabelen	Model 1		Model 4		Model 5	
	Beta	Sig.	Beta	Sig.	Beta	Sig.
Derde_later	-0,342	0,293	-0,541	0,268	-0,583	0,264
Snoeien	0,283	0,348	0,063	0,892	0,581	0,204
SEW_F	-0,628***	0,000	-0,303	0,197	-0,961***	0,000
SEW_I	0,034	0,876	-0,231	0,477	0,282	0,415
SEW_B	0,373*	0,071	0,200	0,560	0,633**	0,032
SEW_E	-0,015	0,936	0,008	0,976	-0,276	0,393
SEW_R	0,000	0,998	-0,085	0,688	0,129	0,675
Prestaties	0,199	0,214	0,413	0,131	-0,037	0,874
In_WN_FTE	-0,098	0,394	0,174	0,558	-0,066	0,820
Age	0,014***	0,006	0,007	0,265	0,034***	0,002
Aandeelhouders	-0,344***	0,003	-0,895***	0,000	-0,128	0,429
Constant	1,131	0,382	2,789	0,212	-0,305	0,885
Nagelkerke's R <sup>2</sup>	0,198		0,252		0,352	
n	275		139		136	

\* significant op 10%, \*\* significant op 5%, \*\*\* significant op 1%

Tabel 4: Binaire logistische regressiemodellen met grootteonderscheid



In bovenstaande tabel kunnen we duidelijk zien dat de significante negatieve impact van de variabele *SEW\_F* op het betalen van compensaties vooral komt van grote ondernemingen ( $\beta = -0,961$ ,  $p < 0,01$ ). Dit kunnen we mogelijk verklaren doordat grote familiebedrijven een hogere waarde hebben dan kleine familiebedrijven. Dit kan als gevolg hebben dat ze hogere leningen moeten aangaan bij banken om compensaties te betalen. Doordat de bank een hoger bedrag uitleent aan de onderneming zullen ze sterker toezien op de onderneming en zal de familiale controle bijgevolg afnemen.

Daarnaast kunnen we waarnemen dat het aantal aandeelhouders een significant negatief effect ( $\beta = -0,895$ ,  $p < 0,01$ ) heeft op het betalen van compensaties in kleine ondernemingen. Ook hier kunnen we de redenering maken dat in kleine ondernemingen de aandelen eerder geschonken worden aan alle erfgenamen met als gevolg dat er meer aandeelhouders zullen zijn. Indien men toch maar één aandeelhouder wenst onder de erfgenamen, zullen de andere erfgenamen gecompenseerd moeten worden.

Bij grote ondernemingen vinden we dat de leeftijd van het familiebedrijf een significant positief effect heeft op het betalen van compensaties naar uittredende familieleden ( $\beta = 0,034$ ,  $p < 0,01$ ). We kunnen er namelijk van uit gaan dat grote ondernemingen beschikken over een hogere interne financiering in vergelijking met kleine ondernemingen. Bovendien hebben oudere en grotere ondernemingen betere relaties met financiële instellingen waardoor ze makkelijker aan schuldfinanciering geraken. De bank kan namelijk aanspraak maken op de grotere activa waardoor de bank minder risico moet nemen bij het uitgeven van leningen aan grote familiebedrijven. Deze hogere financieringscapaciteit draagt mogelijk bij tot het kunnen compenseren van uittredende familieleden.

Ten slotte kunnen we een significante positieve relatie ( $\beta = 0,633$ ,  $p < 0,01$ ) herkennen tussen het voorkomen van sterke sociale relaties binnen en buiten het bedrijf en het betalen van compensaties naar uittredende familieleden in grote ondernemingen. Dit kan betekenen dat door het bestaan van sterke relaties tussen familieleden men eerder geneigd zal zijn uittredende familieleden te vergoeden voor het opgeven van hun aandeel in het familiebedrijf. Zo worden de relaties met de familieleden die het bedrijf verlaten mogelijk versterkt omdat ze voldoening halen uit de compensatie die ze ontvangen en waardering voelen van de personen die nog actief blijven in het bedrijf. Dit gaat in tegen de verwachting van hypothese 5. Deze sterke banden bestaan niet alleen onder familieleden maar ook met externen zoals bijvoorbeeld de bank. Goede relaties tussen het familiebedrijf en de bank draagt namelijk bij tot een soepelere toegang tot schuldfinanciering met als gevolg dat men over een hogere capaciteit beschikt om compensaties te betalen.

## 5. Conclusies

Het onderwerp van deze masterproef is het onderzoeken van de determinanten van de financieringskeuze bij een intra-familiale overdracht van de aandelen in familiebedrijven. Bij de overgang naar de volgende generatie zijn er verschillende kosten die aan bod kunnen komen zoals compensaties naar uittredende familieleden, herstructureringskosten, taks implicaties, kosten met betrekking tot het opvolgingsproces, etc. Voor deze masterproef hebben we ons toegespitst op de kosten met betrekking tot het betalen van compensaties naar uittredende familieleden.

In het eerste deel van deze masterproef werd de bestaande literatuur bestudeerd om op zoek te gaan naar determinanten die mogelijk een invloed hebben op het betalen van compensaties. Allereerst werd het begrip familiebedrijf gedefinieerd en haalden we typische elementen van familiebedrijven aan zoals het drie cirkel model en *socioemotional wealth*. Dit gaf ons een duidelijk onderscheid tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Vervolgens hebben we bestudeerd wat men in de literatuur verstaat onder opvolging. Dit liet ons toe een verschil te constateren tussen enerzijds *management transition* of de overgang van het management en anderzijds *ownership transition* of de overgang van het kapitaal. Verder werd kort het opvolgingsproces in familiebedrijven aangehaald en konden we de verschillende fases van dit proces situeren. Als derde hebben we beknopt de kapitaalstructuur van ondernemingen aangehaald om drie financieringsvormen te onderscheiden: interne financiering, schuldfinanciering en financiering met extern eigen vermogen. Hier gaven we ook een overzicht van enkele relevante kapitaalstructuurtheorieën zoals de *pecking order* theorie, *trade-off* theorie, *agency* theorie en *stewardship* theorie. Ten slotte differentieerden we tussen overdrachten met of zonder compensaties, op die manier konden we de meest voorkomende financieringsmethodes in beide gevallen beschrijven. Daarna hebben we verschillende determinanten geïdentificeerd die mogelijk een invloed konden hebben op het wel of niet betalen van compensaties naar uittredende familieleden. Op basis van die determinanten hebben we hypothesen opgesteld die een positieve of negatieve verwachte relatie beschreven met het betalen van compensaties.

Vervolgens hebben we beschreven welke variabelen voortvloeiden uit de enquête en hoe we deze zouden gebruiken voor de empirische studie. Met behulp van beschrijvende statistiek hebben we een initiële indruk gegeven van de data verzameld door mijn copromotor, drs. Ellen Janssen. Daarna gaf de correlatietabel ons een eerste indicatie van de relaties tussen de verschillende variabelen gebruikt voor deze masterproef. Met behulp van binaire logistische regressies konden we de hypothesen verwerpen of aanvaarden.

Zo zagen we geen significant verschil tussen familiebedrijven met of zonder ervaring met opvolging op het betalen van compensaties naar uittredende familieleden met als gevolg dat we zowel hypothese 1a als 1b moeten verwerpen. Dit blijkt ook uit de tegenstrijdige literatuur van bijvoorbeeld De Massis et al. (2008) en Koropp et al. (2012). Uit hypothese 2 verwachtte we een positieve relatie tussen het verminderen van het aantal familiale aandeelhouders, met andere woorden het snoeien van de familieboom, en het betalen van compensaties. Hoewel we inderdaad een significante

positieve correlatie hebben gevonden, is deze niet significant in ons regressiemodel en moeten we dus ook de tweede hypothese verwerpen.

De derde hypothese anticipeerde een negatief effect van de mate van belang dat gehecht wordt aan familiale controle en zeggenschap over het familiebedrijf op het betalen van compensaties. Hiervoor hebben we inderdaad significante ondersteuning gevonden in ons volledige sample regressiemodel. Door het onderscheid te maken in model 2 en 3 tussen respectievelijk familiebedrijven zonder ervaring met opvolging en familiebedrijven met ervaring met opvolging konden we waarnemen dat dit effect zich sterker voordoet in de laatste groep. Bovendien hebben we in model 4 en 5 de differentiatie gemaakt tussen kleine en grote ondernemingen waar dit effect eveneens sterker speelde in de laatste groep familiebedrijven. Deze resultaten bevestigen gedeeltelijk het vermoeden van Koropp et al. (2012) dat hoe hoger de nood aan familiale controle, hoe lager het gebruik van schuldfinanciering. Omdat het gebruik van schuldfinanciering voor de opvolging ook werd gemeten door de enquête hebben we in de bijlage een binaire logistische regressie toegevoegd met schuldfinanciering als afhankelijke variabele (bijlage 1). Hieruit kunnen we de bevestiging vinden dat er een significante negatieve relatie bestaat in onze sample tussen de nood aan familiale controle en het gebruik van schuldfinanciering bij de overdracht.

Vervolgens vermoedden we een negatieve relatie tussen de hoge identificatie en betrokkenheid van familieleden met het bedrijf en het compenseren van uittredende familieleden in hypothese 4. Onze regressiemodellen bevestigen deze relatie niet.

Daarnaast omvatte de vijfde hypothese een verwachte negatieve relatie tussen het voortkomen van sterke sociale relaties binnen en buiten het bedrijf en het vergoeden van familieleden die het bedrijf verlaten. Onze data gaf ons echter een significante positieve relatie in het volledige sample model. Dit effect doet zich sterker voor in grotere familiebedrijven. Een mogelijke interne verklaring hiervoor kan zijn dat familieleden zich goed voelen in het familiebedrijf door de familiale harmonie en betere samenwerking. Het verlaten van het familiebedrijf betekent dan ook dat ze deze sterke sociale relaties moeten opgeven met als mogelijk gevolg dat ze financiële motivatie nodig hebben om hun aandelen over te dragen. Aan de andere kant kunnen we langdurige relaties met financiële instellingen aanhalen als een mogelijke externe verklaring. Hierdoor zouden familiebedrijven makkelijker toegang krijgen tot schuldfinanciering met als gevolg dat men over een hogere capaciteit beschikt om compensaties te betalen.

De zesde hypothese verwachtte een negatieve relatie tussen de sterke emotionele banden onder familieleden en het betalen van compensaties. Hiervoor vonden we geen significante ondersteuning.

Ten slotte vermoedde de laatste hypothese een negatieve relatie tussen de intentie om het bedrijf over te dragen aan de volgende generatie om zo de continuïteit te garanderen en het compenseren van uittredende familieleden. Ook deze hypothese hebben we moeten verwerpen doordat we geen significante ondersteuning hebben gevonden in onze data.

Deze thesis draagt bij aan de bestaande wetenschappelijke literatuur door een significante negatieve relatie te vinden tussen de mate van belang dat familiebedrijven hechten aan familiale controle en het compenseren van uittredende familieleden. Het betalen van compensaties houdt namelijk in dat familiebedrijven extra middelen moeten voorzien om uittredende familieleden te vergoeden. Het verkrijgen van deze extra middelen legt ofwel extra druk op de interne financiering van het familiebedrijf, ofwel moet het familiebedrijf beroep doen op schuldfinanciering of extern eigen vermogen. Het gebruik van de interne middelen van het familiebedrijf legt een beperking op de interne financieringscapaciteit met als gevolg dat de toekomstige groei en continuïteit van de onderneming in het gedrang komt. Indien men externe middelen betreft in de onderneming zal dit een negatieve impact hebben op de familiale controle en zeggenschap over het familiebedrijf. Dit heeft betrekking tot de F-dimensie van *socioemotional wealth*, iets wat typisch is aan familiale ondernemingen. Uit de literatuur hebben we begrepen dat familiebedrijven vaak beslissingen maken die economisch niet logisch zijn om deze unieke rijkdom te behouden.

Het is mogelijk om te spreken van enkele beperkingen in deze thesis. Allereerst hebben we een beperkte selectie gemaakt van determinanten die mogelijk een invloed hebben op het wel of niet compenseren van uittredende familieleden. In toekomstig onderzoek zou het effect van meerdere determinanten getest kunnen worden. Zo kan het betrekken van een extern adviesbureau mogelijk een impact hebben op het betalen van compensaties door een objectieve kijk op de situatie. Daarnaast kunnen familiale eigenaars eventueel beter geïnformeerde beslissingen nemen omtrent betalingen naar de oudere generatie indien ze beschikken over voldoende financiële kennis en ervaring met externe financiering. Bovendien kan het aanwezig zijn van een family charter of corporate governance eveneens een effect hebben. In hoeverre het opvolgingsproces gepland is in familiebedrijven kan evenzeer invloed uitoefenen op het compenseren van familieleden. Verder zijn we ervan uit gegaan dat een combinatie van schenking, vererving en verkoop van aandelen gelijkgesteld kon worden aan de verkoop van aandelen omdat deze procentueel het meeste voorkwam in geval van deze combinatie. Dit zorgt mogelijk voor een vertekend beeld van onze data. Vervolgens werd er gebruik gemaakt van een split-sample benadering in de regressiemodellen om een verschil te identificeren tussen familiebedrijven met of zonder ervaring omtrent opvolging enerzijds en kleine en grote familiebedrijven anderzijds. Door deze benadering kunnen we niet met zekerheid spreken over een significant verschil tussen de twee groepen. Het gebruik van interactievariabelen zou hiervoor een oplossing zijn zodat het mogelijk is een modererend effect waar te nemen. Ten slotte is er bij een bevraging via een enquête de mogelijkheid dat de respondenten de vraag fout kunnen interpreteren. Zo reflecteren de data enkele familiebedrijven die zich eerste generatie noemen omdat ze na de overdracht van het bedrijf een nieuwe BVBA of NV hebben opgericht, dit kunnen we waarnemen in de beschrijvende statistiek. Hetzelfde geldt voor de oprichtingsdatum waar sommige respondenten antwoorden met het jaar waarin hun voorouders gestart zijn met de activiteiten en anderen antwoorden met het jaar waarin de laatste ondernemingsvorm werd opgericht.



## Referenties

- FBN Belgium. Belgische familiebedrijven in cijfers. Geraadpleegd op 30 oktober 2018, van <https://www.fbnbelgium.be/nl/>
- FMI. (2017). The Big Transition: Ownership Transfer and Management Succession. Geraadpleegd op 5 maart 2019, van <https://www.fminet.com/fmiquarterly/article/2017/03/the-big-transition-ownership-transfer-and-management-succession/>
- IFB. Opvolging: de juiste volgorde is belangrijk. Geraadpleegd op 8 maart 2019, van <https://www.familiebedrijf.be/blog/opvolging-de-juiste-volgorde-is-belangrijk>
- Anderson, Ronald C. & Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 653-684.
- Astrachan, J. H. & Tutterow, R. (1996). The effect of estate taxes on family business: Survey results. *Family Business Review*, 9(3), 303-314.
- Beckhard, R. & Dyer, W. G. (1983). Managing continuity in the family-owned business. *Organizational Dynamics*, 12(1), 5-12.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F. & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.
- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), 613-673.
- Berrone, P., Cruz, C. & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R. & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less? *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82-113.
- Bjuggren, P.-O. & Sund, L.-G. (2005). Organization of transfers of small and medium-sized enterprises within the family: Tax law considerations. *Family Business Review*, 18(4), 305-319.
- Blanco-Mazagatos, V., de Quevedo-Puente, E. & Castrillo, L. A. (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213.
- Brockhaus, R. H. (2004). Family business succession: Suggestions for future research. *Family Business Review*, 17(2), 165-177.
- Brundin, E., Samuelsson, E. F. & Melin, L. (2014). Family ownership logic: Framing the core characteristics of family businesses. *Journal of Management & Organization*, 20(1), 6-37.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Sharma, P. & Yoder, T. R. (2009). Guiding family businesses through the succession process. *The CPA Journal*, 79(6), 48-51.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Kellermanns, F. & Wu, Z. (2011). Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 472-488.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.

- Collins, J. D., Worthington, W. J. & Schoen, J. E. (2016). Family business CEO succession: Examining personal retirement expectations. *Journal of Small Business Strategy*, 26(2), 51-70.
- Davis, J. A. & Tagiuri, R. (1989). The influence of life stage on father-son work relationships in family companies. *Family Business Review*, 2(1), 47-74.
- Davis, P. S. & Harveston, P. D. (1998). The influence of family on the family business succession process: A multi-generational perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(3), 31-53.
- Davis, P. S. & Harveston, P. D. (1999). In the founder's shadow: Conflict in the family firm. *Family Business Review*, 12(4), 311-323.
- Davis, S. M. (1968). Entrepreneurial Succession. *Administrative Science Quarterly*, 13(3).
- De Massis, A., Chua, J. H. & Chrisman, J. J. (2008). Factors Preventing Intra-Family Succession. *Family Business Review*, 21(2), 183-199.
- Dohoo, I. R., Ducrot, C., Fourichon, C., Donald, A. & Hurnik, D. (1997). An overview of techniques for dealing with large numbers of independent variables in epidemiologic studies. *Preventive Veterinary Medicine*, 29(3), 221-239.
- Gallo, M. A. & Vilaseca, A. (1996). Finance in Family Business. *Family Business Review*, 9(4), 387-401.
- Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M. & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*: Harvard Business Press.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L. & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Henssen, B., Voordeckers, W., Lambrechts, F. & Koiranen, M. (2014). The CEO autonomy-stewardship behavior relationship in family firms: The mediating role of psychological ownership. *Journal of Family Business Strategy*, 5(3), 312-322.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kaye, K. & Hamilton, S. (2004). Roles of Trust in Consulting to Financial Families. *Family Business Review*, 17(2), 151-163.
- Kets de Vries, M. F. R. (1993). The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news. *Organizational Dynamics*, 21(3), 59-71.
- King, R. & Peng, W. Q. (2013). The effect of industry characteristics on the control longevity of founding-family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(4), 281-295.
- Koropp, C., Grichnik, D. & Gygax, A. F. (2012). Succession financing in family firms. *Small Business Economics*, 41(2), 315-334.
- Lambrecht, J., Lievens, J. & Beens, E. (2007). *De familieboom snoeien: naar eenvoudige structuren voor eigendom, bestuur en management van het familiebedrijf*. Tiel: Lannoo.
- Lansberg, I. (1988). The Succession Conspiracy. *Family Business Review*, 1(2), 119-143.
- Lansberg, I. (1999). *Succeeding generations: Realizing the dream of families in business*: Harvard Business Review Press.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D. & Steier, L. P. (2004). Toward an Integrative Model of Effective FOB Succession. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 305-328.

- Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2006). Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 731-746.
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H. & Fialko, A. S. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
- Michiels, A. & Molly, V. (2017). Financing decisions in family businesses: A review and suggestions for developing the field. *Family Business Review*, 30(4), 369-399.
- Miller, D. & Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses*: Harvard Business Press.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. & Lester, R. H. (2012). Family Firm Governance, Strategic Conformity, and Performance: Institutional vs. Strategic Perspectives. *Organization Science*, 24(1), 189-209.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of management studies*, 45(1), 51-78.
- Miller, D., Lee, J., Chang, S. & Le Breton-Miller, I. (2009). Filling the institutional void: The social behavior and performance of family vs non-family technology firms in emerging markets. *Journal of International Business Studies*, 40(5), 802-817.
- Miller, D., Steier, L. & Le Breton-Miller, I. (2003). Lost in time: intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 513-531.
- Mishra, C. S. & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53-64.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American*, 1, 3.
- Molly, V., Laveren, E. & Deloof, M. (2010). Family Business Succession and Its Impact on Financial Structure and Performance. *Family Business Review*, 23(2), 131-147.
- Morris, M. H., Williams, R. O., Allen, J. A. & Avila, R. A. (1997). Correlates of success in family business transitions. *Journal of Business Venturing*, 12(5), 385-401.
- Morris, M. H., Williams, R. W. & Nel, D. (1996). Factors influencing family business succession. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 2(3), 68-81.
- Mustakallio, M., Autio, E. & Zahra, S. A. (2002). Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making. *Family Business Review*, 15(3), 205-222.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Poutziouris, P. Z. (2011). The financial structure and performance of owner-managed family firms: Evidence from the UK economy. *Universia Business Review*(32), 70-81.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A. & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. & Dino, R. N. (2003a). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490.



- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. & Dino, R. N. (2003b). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of management journal*, 46(2), 179-194.
- Sharma, P., Chrisman, J. J. & Chua, J. H. (2003). Predictors of satisfaction with the succession process in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 667-687.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., Pablo, A. L. & Chua, J. H. (2001). Determinants of Initial Satisfaction with the Succession Process in Family Firms: A Conceptual Model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25(3), 17-36.
- Sharma, P. & Manikutty, S. (2005). Strategic Divestments in Family Firms: Role of Family Structure and Community Culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 293-311.
- Shepherd, D. A. & Zacharakis, A. (2000). Structuring family business succession: An analysis of the future leader's decision making. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24(4), 25-39.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), 219-244.
- Sund, L.-G., Melin, L. & Haag, K. (2015). Intergenerational ownership succession. *Journal of Family Business Strategy*, 6(3), 166-177.
- Tagiuri, R. & Davis, J. (1996). Bivalent Attributes of the Family Firm. *Family Business Review*, 9(2), 199-208.
- Ward, J. L. (1987). *Keeping the family business healthy: how to plan for continuing growth, profitability, and family leadership*: Jossey-Bass.
- Whatley, L. (2011). A New Model for Family Owned Business Succession. *Organization Development Journal*, 29(4), 21-32.
- Wu, Z., Chua, J. H. & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 875-895.
- Yu, H., Jiang, S. & Land, K. C. (2015). Multicollinearity in hierarchical linear models. *Social science research*, 53, 118-136.

## Bijlagen

Bijlage 1: Binaire logistische regressie met schuldfinanciering als afhankelijke variabele

Variabelen	Model 6	
	Beta	Sig.
Derde_later	-0,501	0,104
Snoeien	0,402	0,153
SEW_F	-0,368**	0,010
SEW_I	-0,136	0,503
SEW_B	0,235	0,231
SEW_E	-0,068	0,694
SEW_R	0,054	0,717
Prestaties	0,213	0,163
In_WN_FTE	-0,073	0,496
Age	0,009**	0,049
Aandeelhouders	-0,293***	0,009
Constant	1,109	0,369
Nagelkerke's R <sup>2</sup>	0,140	
n	275	

\* significant op 10%, \*\* significant op 5%, \*\*\* significant op 1%