



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Financieringsbeslissingen na familiale overdracht

Thibault De Booseré

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

COPROMOTOR :

Mevrouw Ellen JANSSEN



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2018
2019



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Financieringsbeslissingen na familiale overdracht

Thibault De Booséré

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

COPROMOTOR :

Mevrouw Ellen JANSSEN

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn academische opleiding tot Master Handelswetenschappen met afstudeerrichting Accountancy, Fiscaliteit en Financiering, track Finance. Deze eindverhandeling was een ware uitdaging, het was bijzonder leerrijk me te verdiepen in deze toch wel complexe materie. Bovendien was het niet mogelijk geweest deze te verwezenlijken zonder de hulp en steun van een aantal mensen die ik via deze weg hier graag voor wil bedanken.

In de eerste plaats zou ik iedereen willen bedanken die, op eender welke wijze, heeft bijgedragen tot het tot stand brengen van deze thesis. Mijn copromotor, drs. Ellen Janssen, voor haar deskundige begeleiding, constructieve feedback en de nodige informatie. Haar aanbevelingen en kennis in dit vakgebied waren een belangrijke hulp bij de realisatie van dit eindewerk. Daarnaast gaat mijn dank naar mijn promotor, prof. dr. Sigrid Vandemaele, voor de nodige feedback en voor het aanbrengen van het onderwerp.

Ten slotte wil ik mijn directe omgeving, familie, vrienden en vriendin bedanken voor hun steun gedurende deze leerrijke periode van de totstandkoming van deze masterproef. Het is dankzij hun steun dat ik, niet alleen deze eindverhaling tot een goed einde kon brengen, maar ook mijn gehele opleiding tot Handelswetenschapper.

Hasselt, augustus 2019

Thibault De Booseré

Samenvatting

Wereldwijd is het familiebedrijf de meest voorkomende bedrijfsvorm. In West-Europa, maar meer specifiek in België, is maar liefst 70% van de bedrijven een familiebedrijf. Uit onderzoek blijkt dat 40% van deze familiebedrijven binnen de komende tien jaar aan opvolging toe is. Samen vertegenwoordigen ze 55% van het bruto binnenlands product en voorzien ze in 45% van de tewerkstelling in België. Deze cijfers bewijzen duidelijk het economisch belang van de familiebedrijven. De problematiek is echter dat naarmate een bedrijf terechtkomt in een latere generatie, de overlevingskansen aanzienlijk dalen. In de literatuur wordt er daarom steeds meer aandacht besteed aan deze groep van bedrijven. In deze masterproef zal getracht worden de financiële structuur te onderzoeken na een familiale overdracht aangezien de impact van successie op de financiële structuur nog steeds onduidelijk blijft. Dit betekent concreet dat er nagegaan wordt wat de invloed van successie is op de financiële structuur van familiebedrijven. In **deel 1** zal de hierboven geschetste problematiek uiteengezet worden, gevolgd door de centrale onderzoeksvraag:

“Wat is de invloed van successie op de schuldgraad van familiebedrijven?”

In ditzelfde deel wordt deze centrale onderzoeksvraag opgedeeld in de volgende drie deelvragen:

1. Wat is een familiebedrijf?
2. Wat is familiale opvolging?
3. Wat zijn de determinanten van schuldgraad?

Teneinde een antwoord te vinden op deze verschillende onderzoeksvragen, zal in **deel 2** een uitgebreide literatuurstudie uitgewerkt worden. Deze is opgedeeld in drie hoofdstukken.

In het eerste hoofdstuk wordt het begrip ‘familiebedrijf’ nader toegelicht. Het blijkt een erg moeilijke taak te zijn om het onderzoeksobject af te bakenen. Er bestaat immers geen wijdverspreide acceptatie over de definitie van een familiebedrijf. De meeste onderzoekers gebruiken de familiale betrokkenheid als bepalende eigenschap. Echter, de interpretatie van dit begrip varieert enorm. Sommige onderzoekers beweren dat zowel de eigendom als het management in handen moet zijn van de familie. Anderen beweren dat slechts één van beide voldoende is om te spreken van een familiebedrijf. Vervolgens biedt de F-PEC schaal een alternatieve methode voor de definiëring. Hierbij maakt men gebruik van een continue schaal die de invloed van de familie op het bedrijf weergeeft. Er zijn drie belangrijke subschalen die deze invloed bepalen: macht, ervaring en cultuur. De drie belangrijkste doelen van deze subschalen zijn: verschillende bedrijven kunnen vergelijken, de hoeveelheid familiale betrokkenheid kunnen bepalen en de variabele familiale betrokkenheid kunnen gebruiken in economische modellen.

In het tweede hoofdstuk in de literatuurstudie behandelen we het begrip ‘familiale opvolging’. Familiale opvolging, bestaande uit de overdracht van de eigendom en het management, is een proces dat niet

altijd vlekkeloos verloopt. Het is fundamenteel een onderscheid te maken tussen deze twee processen. De grootste struikelblok bij de overdracht van het management is het kiezen van een bekwame manager aangezien er dikwijls slechts een beperkt aantal kandidaten beschikbaar is. Vervolgens zijn bijna de helft van de faillissementen te wijten aan het kiezen van een incompetent manager. Bij de overdracht van de eigendom zijn de kosten zoals de belastingen, compensaties en uitbetalingen de grootste complicaties. Tevens vergt het een aanzienlijke voorbereiding om de overdracht succesvol tot stand te brengen. Er zijn veel factoren die successie beïnvloeden, daarom is het kiezen van een opvolger niet vanzelfsprekend. Het is eerder een complex vraagstuk waarbij men afgestemde beslissingen moet nemen omdat er vanuit verschillende hoeken druk wordt uitgeoefend. De hoofddoelstelling van successie blijft het verzekeren van de continuïteit van de onderneming.

Het derde hoofdstuk van de literatuurstudie behandelt in de eerste sectie de derde deelvraag en in de tweede sectie de centrale onderzoeksvraag.

In de eerste sectie worden de verschillende theorieën omtrent financieringskeuzes besproken, namelijk de theorie van Modigliani en Miller, de Agency theorie, de Trade-off theorie en het Pecking Order model. Hierin worden de determinanten van schuldgraad behandeld. Modigliani en Miller beweren dat de optimale kapitaalstructuur bestaat uit 100% schulden, maar hierbij maken ze een aantal zeer beperkte assumpties. Jensen en Meckling ontwikkelden de Agency theorie waarbij schulden als een controlemechanisme gebruikt worden. Deze theorie beweert dat er zogenaamde agency kosten ontstaan door informatieasymmetrie tussen geldverschaffers en bedrijven. De optimale kapitaalstructuur wordt dan bepaald door het minimaliseren van deze agency kosten. De Trade-off theorie streeft naar een target kapitaalstructuur door de afweging te maken tussen de voor- en nadelen van schulden. Ten slotte hanteert het Pecking Order model een bepaalde volgorde die ondernemers prefereren betreffende financieringskeuzes. Dit model blijkt goed aan te sluiten bij familiebedrijven aangezien zij interne middelen boven externe financiering en aandelenkapitaal verkiezen. Op die manier wordt het behoud van socio-emotionele rijkdom toegepast, waarbij het behoud van controle en prestige centraal staat.

In de tweede sectie van trachten we al een beeld te schetsen over ons empirisch onderzoek. De relatie tussen successie en schuldgraad wordt in deze sectie onderzocht. Er kan enerzijds een negatieve relatie zijn tussen successie en schuldgraad door een risico-averse houding, conflicten tussen familieleden, beperking van verliezen, controleverlies, behoud van welzijn en de wil om de familienaam staande te houden. Anderzijds is het mogelijk dat er een positief verband is tussen successie en schuldgraad. Dit kan een gevolg zijn van betrouwbare en langdurige relaties met geldverschaffers waardoor ze betere condities gaan aanbieden. Daarnaast kan dit positief verband te danken zijn aan de kosten die gepaard gaan met successie zoals belastingen, verhoogde dividenden of salarissen. Tot slot is er sprake van heterogeniteit binnen de verschillende intergenerationele overgangen van familiebedrijven op vlak van schuldgraad. Aan de ene kant blijkt het dat de schuldgraad negatief wordt beïnvloed door de overgang van de eerste naar de tweede generatie, aan de andere kant blijkt dit effect omgekeerd te zijn bij de

overgang naar latere generaties. Door verspreiding van het leiderschap zal de schuldgraad dalen, terwijl door de nood aan externe financiële bronnen om de successie te bekostigen, de schuldgraad terug zal stijgen. De impact van familiale successie op de financiële structuur blijkt toch niet helemaal duidelijk uit de literatuur.

Vervolgens gaan we in **deel 3** onderzoek doen naar voorgaande theoretische bevindingen uit de literatuur. Hiervoor stellen we drie hypothesen op:

1. Hypothese 1a: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe lager de schuldgraad van dit familiebedrijf.
2. Hypothese 1b: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe hoger de schuldgraad van dit familiebedrijf.
3. Hypothese 2: Familiebedrijven in handen van de tweede generatie hebben een lagere schuldgraad vergeleken met de eerste en de derde of latere generaties.

We bekommen echter geen significante resultaten in de regressieanalyse om één van de drie hypothesen volledig te bevestigen. Anderzijds hebben we wel significante resultaten verkregen die relevant zijn voor ons onderwerp. In de regressieanalyse maken we een onderscheid tussen de verschillende afhankelijke variabelen om steeds dieper in te gaan op de schuldgraad: de schuldgraad op korte en lange termijn, de totale schuldgraad, de financiële schuldgraad op korte en lange termijn, de totale financiële schuldgraad en de totale kredietschuldgraad. Voor elke regressie maken we ook een onderscheid tussen de generatie die de eigendom bezit of het management in handen heeft.

We stellen vast dat leeftijd voor bijna alle verschillende regressies een significant negatieve coëfficiënt vertoont, dit wil zeggen dat hoe langer een familiebedrijf bestaat, hoe minder schulden het aangaat. Dit resultaat ligt in lijn met hypothese 1a. We mogen desondanks deze hypothese niet bevestigen aangezien leeftijd en generatie niet dezelfde definitie hebben. Het blijkt dus dat verder onderzoek naar de ouderdom van een familiebedrijf interessante resultaten kan opleveren.

Vervolgens merken we op dat de totale kredietschuldgraad significant positieve resultaten vertoont voor het verband tussen de eerste en tweede generatie, en de eerste en derde of latere generaties die de eigendom bezitten. Indien de tweede generatie van een familiebedrijf de eigendom bezit, gaat de kredietschuldgraad stijgen ten opzichte van de eerste generatie. Indien een familiebedrijf zich bevindt in derde of latere generaties, gaat de kredietschuldgraad eveneens stijgen ten opzicht van de eerste generatie. Bijgevolg onderzoeken we ook het verband tussen de tweede en derde of latere generaties. Deze resultaten blijken echter niet significant. Vervolgens kunnen we hypothese 2 niet bevestigen aangezien we enkel confirmatie hebben over het feit dat de tweede generatie een lagere schuldgraad heeft dan de eerste generatie. Het is opvallend dat het model waarbij de onafhankelijke variabele gebaseerd is op de generatie die het management in handen heeft geen significante resultaten vertoont.

Dit in tegenstelling tot deze regressie waarbij voor de onafhankelijke variabele de proxy *generatie die de eigendom bezit* wordt gebruikt. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat er enkel significante verschillen zijn tussen de generaties wanneer eigenaars belangrijke beslissingen moeten nemen over de krediet schulden. Deze specifieke bank schulden zullen stijgen door de kosten die gepaard gaan met successie. Beslissingen hierover zullen enkel genomen worden op het niveau van de eigenaars en niet op het managementniveau.

Hiernaast wordt er voor de financiële schuldgraad eveneens een significant positief resultaat gevonden voor de tweede generatie die het management in handen heeft. Familiebedrijven waarbij de tweede generatie het management in handen heeft, zullen meer financiële schulden op lange termijn aangaan dan wanneer de eerste generatie het management in handen heeft. Het is opmerkelijk dat er bij dezelfde regressie met de onafhankelijke variabele *generatie die de eigendom bezit* geen significante coëfficiënten zijn. Dit kan te wijten zijn aan de verschillende soorten schulden, zoals achtergestelde leningen, obligatieleningen, leasingschulden,... waarbij eigenaars geen betrokken partij zijn indien er beslissingen hierover genomen moeten worden. Deze beslissingen kunnen genomen worden op het managementniveau. Hypothese 1b kan echter niet bevestigd worden aangezien er geen significante resultaten zijn voor de relatie tussen de tweede en derde of latere generaties.

Aansluitend worden voorgaande vaststellingen in **deel 4** in de conclusies samengevat. Tot slot halen we de beperkingen van het onderzoek aan en de aanbevelingen voor verder onderzoek.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst van tabellen

Lijst van figuren

Deel 1: Probleemstelling	1
1.1 Inleiding	1
1.2 Onderzoekopzet	2
Deel 2: Literatuurstudie	5
2.1 Wat is een familiebedrijf?	5
2.2 Wat is familiale opvolging?	7
2.2.1 Overdracht van het management	7
2.2.2 Overdracht van de eigendom	7
2.3 Impact van successie op de schuldgraad van familiebedrijven	9
2.3.1 Theorieën omtrent financieringskeuzes	9
2.3.1.1 Modigliani & Miller	9
2.3.1.2 Agency theorie	10
2.3.1.3 Trade-off theorie	13
2.3.1.4 Pecking Order model	15
2.3.2 Impact successie op de schuldgraad van een familiebedrijf	17
2.3.2.1 Inleiding	17
2.3.2.2 Negatieve relatie tussen successie en schuldgraad	17
2.3.2.3 Positieve relatie tussen successie en schuldgraad	18
2.3.2.4 Heterogeniteit binnen de verschillende intergenerationele overgangen bij familiebedrijven op vlak van schuldgraad.	19
Deel 3: Empirisch onderzoek	21
3.1 Data en variabelen beschrijving	21
3.1.1 Dataset	21
3.1.2 Afhankelijke variabelen	21
3.1.3 Onafhankelijke variabelen	26
3.1.4 Controlevariabelen	28
3.2 Beschrijvende analyse	30
3.2.1 Beschrijvende statistieken	30
3.2.2 Correlaties	32
3.3 Univariate analyse	34

3.4 Multivariate analyse	37
3.4.1 Regressie analyse	37
3.4.2 Besluit.....	48
Deel 4 : Conclusies	49
4.1 Conclusie.....	49
4.2 Beperkingen.....	51
4.3 Aanbevelingen.....	52
Lijst met geraadpleegde werken	

Lijst van tabellen

Tabel 1: beschrijvende statistieken van de variabelen

Tabel 2: correlatietabel

Tabel 3: t-testen generatie die het eigendom in handen heeft

Tabel 4: t-testen generatie die het eigendom in handen heeft

Tabel 5: t-testen generatie die het management in handen heeft

Tabel 6: t-testen generatie die het management in handen heeft

Tabel 7: regressieresultaten generatie die het eigendom in handen heeft

Tabel 8: regressieresultaten generatie die het eigendom in handen heeft

Tabel 9: regressieresultaten generatie die het management in handen heeft

Tabel 10: regressieresultaten generatie die het management in handen heeft

Tabel 11: samenvatting resultaten empirisch onderzoek

Lijst van figuren

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

Figuur 2: marktwaarde bedrijf met gemengde kapitaalstructuur (Modigliani & Miller, 1963)

Figuur 3: Agency theorie assumpties (Eisenhardt, 1989)

Figuur 4: The Static Trade-Off theory of capital structure (Myers, 1984)

Figuur 5: verdeling totale schuldgraad

Figuur 6: verdeling schuldgraad op korte termijn

Figuur 7: verdeling schuldgraad op korte termijn

Figuur 8: verdeling financiële schuldgraad

Figuur 9: verdeling financiële schuldgraad op korte termijn

Figuur 10: verdeling financiële schuldgraad lange termijn

Figuur 11: verdeling kredietschuldgraad

Figuur 12: verdeling generatie die eigendom in handen heeft

Figuur 13: verdeling generatie die het management in handen heeft

Deel 1: Probleemstelling

1.1 Inleiding

De laatste decennia is de belangstelling voor familiebedrijven aanzienlijk toegenomen aangezien ze als motor van onze economie fungeren. Het blijkt dat Belgische familiebedrijven maar liefst 55% bijdragen aan het BNP. Ze voorzien 45% van de tewerkstelling in België en zijn goed voor ongeveer een derde van het BBP (Lambrecht & Molly, 2011). Wereldwijd zijn familiebedrijven de meest voorkomende bedrijfsvorm (La Porta, Lopez-De-Silanes & Schleifer, 1999). In West-Europa, net zoals in België, is maar liefst 70% van de bedrijven een familiebedrijf (Klein, 2000). In Limburg is 78% van de vennootschappen een familiebedrijf (Cloostermans, 2017). We merken op dat slechts een minderheid van de familiebedrijven in België beursgenoteerd is. Private familiebedrijven zijn dan ook de belangrijkste groep familiebedrijven in België (Desmet, 2008b). Echter in de literatuur is weinig onderzoek verricht naar deze groep van bedrijven. De literatuur richt zich meer op publieke bedrijven terwijl private familiebedrijven de laatste decennia in opmars zijn (Romano, Tanewski & Smyrniotis, 2001).

Eén op vier Limburgse familieondernemingen moet de komende vijf jaar overgenomen worden en dat brengt dikwijls heel wat zorgen met zich mee. De helft daarvan is onvoldoende voorbereid om deze overdracht waar te maken en is er zelfs niet eens mee bezig (Cloostermans, 2017). Uit het onderzoek van Lambrecht en Naudits (2007) blijkt dat 40% van de familiebedrijven binnen de tien jaar aan opvolging toe is. Echter voor meer dan 20% is dit binnen de vijf jaar. Familiebedrijven geven aan dat ze een familielid als opvolger verkiezen. Er zijn tevens andere mogelijkheden voor de eigenaars om hun levenswerk na te laten: ze kunnen hun bedrijf liquideren, het huidige management laten overnemen of het management uit handen geven (Cloostermans, 2017).

Uit onderzoek blijkt dat successie een typisch actueel probleem is. Het is een grote uitdaging om competent leiderschap doorheen de generaties te verzekeren. Deze opvolgingen verlopen niet altijd vlekkeloos. Er zijn niet veel familiebedrijven die de tweede of de derde generatie halen. Slechts 30% van de familiebedrijven slaagt erin om te overleven na de overgang van de eerste naar de tweede generatie en slechts 10% overleeft de overgang van de tweede naar de derde generatie. Tot slot zullen slechts 4% van de familiebedrijven de vierde generatie bereiken (Parrish, JD, CLU, ChFC, RHU, 2009; Poza, 2007). Door de economische crisis zal dit cijfer nog achteruitgaan. Hieruit blijkt dat een goed voorbereide successie een belangrijk aspect is voor familiebedrijven om te overleven op lange termijn (Beckhard en Dyer, 1983).

In de huidige literatuur zijn er talrijke artikels te vinden over familiebedrijven. Deze artikels handelen vooral over de vergelijking met niet-familiebedrijven op het vlak van prestaties en organisatiecultuur en minder over de vergelijking binnen de verschillende generaties in families. Bijgevolg is het interessant om de literatuur grondig te onderzoeken om de invloed van successie op de financiële structuur te bepalen. Er is in de literatuur desondanks nog altijd geen eensgezindheid omtrent het effect van

successie naar de verschillende generaties. Anderzijds is er wel veel literatuur over verschillende theorieën omtrent financieringskeuzes. Aan de hand van deze theorieën proberen onderzoekers een verklaring te vinden voor de financieringskeuzes die bedrijfsleiders maken. Elke theorie bekijkt de optimale kapitaalstructuur vanuit een andere invalshoek. Deze theorieën zijn gebaseerd op de verschillende determinanten van schuldgraad waaraan onderzoekers belangrijk hechten om een optimale kapitaalstructuur te bepalen. Zodoende zullen we deze resultaten toepassen op familiebedrijven door een empirische studie uit te voeren.

Bij het bestuderen van de financiële structuur van Belgische familieondernemingen merken we op dat successie een invloed heeft op de schuldgraad. Opvolgers hebben dikwijls een andere visie op het gebruik van schulden. Hierdoor verandert de financiële structuur na een generatieswitch. Dit leidt tot een gewijzigde houding ten opzichte van het nemen van risico's, bedrijfsprestatie, groei en het aangaan van schulden (Molly, Laveren & Deloof, 2010).

Uitgaande van de hierboven geschetste problematiek kan de volgende centrale onderzoeksvraag geformuleerd worden:

“Wat is de invloed van successie op de schuldgraad van familiebedrijven?”

Deze centrale onderzoeksvraag brengt additionele vragen met zich mee. Bijgevolg stellen we volgende deelvragen op om zo nauwkeurig mogelijk op de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden:

4. Wat is een familiebedrijf?
5. Wat is familiale opvolging?
6. Wat zijn de determinanten van schuldgraad?

1.2 Onderzoeksopzet

Uit het voorgaande is gebleken dat een deel van de (Limburgse) familiebedrijven de komende jaren aan opvolging toe zijn. De opvolgers hun doelstellingen liggen niet altijd in lijn met die van hun voorgangers. Vervolgens kunnen er verschillen optreden in het gebruik van schulden. Aangezien er maar weinig familiebedrijven overleven in latere generaties, is het belangrijk om meer te weten te komen over de invloed van deze overgangen op het gebruik van schulden. Op deze manier zullen we achterhalen of de financiële structuur verandert bij een familiale overdracht.

Op basis van de hierboven geschetste probleemstelling, gaan we in eerste instantie de literatuur onderzoeken om een antwoord trachten te formuleren op de onderzoeksvragen. Hiervoor zullen we gebruik maken van de handboeken beschikbaar in de Universiteit Hasselt als van elektronische databases zoals Google Scholar en EBSCOhost. In deze elektronische databases gebruiken we bepaalde zoekwoorden om de meest relevante resultaten te bekomen: financial structure, intergenerational differences, founders versus decendants, debt financing, transfer of family firms,...

Vervolgens zullen we onze bevindingen uit de literatuur toetsen in een empirische studie aan de hand van een kwantitatief onderzoek. Hiervoor maken we gebruik van een bestaande dataset van 345 familiebedrijven bestaande uit surveygegevens en Belfirst data verzameld in 2019. Deze dataset werd opgesteld door mijn copromotor, drs. Ellen Janssen, in kader van een ander onderzoek. Voor dit onderzoek wordt er gebruik gemaakt van cross-sectionele data, dit wil zeggen dat er verschillende observaties gedaan zijn op eenzelfde tijdstip. Bijgevolg maken we gebruik van het statistisch programma 'SPSS' om deze dataset te analyseren en op die manier een antwoord te bieden op de onderzoeksvragen.

Deel 2: Literatuurstudie

2.1 Wat is een familiebedrijf?

Het begrip familiebedrijf blijft tot op heden geen duidelijk begrip aangezien onderzoekers geen eenduidige algemene definitie aanvaarden. Bij het afbakenen van de definitie gebruiken Chua, Chrisman en Sharma (1999) de familiale betrokkenheid als bepalende eigenschap van een familiebedrijf. Chua et al. (1999) geven hun eigen definitie aan een familiebedrijf: "The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families."

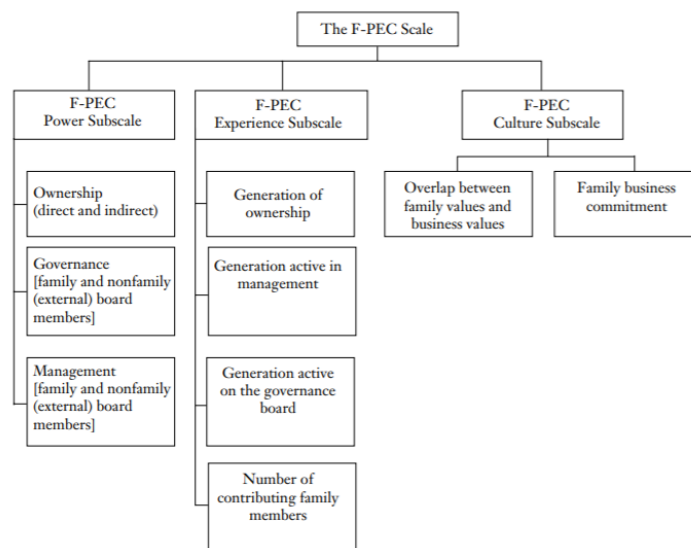
Een eerste bepalende eigenschap van een familiebedrijf is dat de eigendom en/of het management in handen is van familieleden. Bijgevolg zijn er drie categorieën familiebedrijven: een bedrijf waarbij de familie zowel de eigendom als het bestuur bezit, een bedrijf waarbij de familie enkel de eigendom bezit of een bedrijf waarbij de familie enkel in het bestuur zit. Over de eerste categorie zijn alle onderzoekers het eens dat dit het begrip familiebedrijf definieert. Over de andere begrippen is er echter nog onenigheid. Tevens zijn er nog verschillen in wat men verstaat onder familiale eigendomsstructuur. Daarbij bedoelen ze de vorm van de aandeelhoudersstructuur. Chua et al. (1999) onderscheiden acht verschillende soorten aandeelhoudersstructuren:

1. een individu
2. twee personen, niet gerelateerd door bloed of huwelijk
3. twee personen, gerelateerd door bloed of huwelijk
4. een kerngezin
5. meer dan één kerngezin
6. een uitgebreide familie
7. meer dan één uitgebreide familie
8. het publiek

Eenzijds is er consensus over de vierde vorm van familiale eigendomsstructuur, namelijk wanneer de eigendom in handen is van een kerngezin. Anderzijds zijn onderzoekers het niet allemaal eens over de andere vormen (Chua et al., 1999).

Bovendien is er een additioneel probleem bij het eigendoms criterium. Om een familiebedrijf te categoriseren, kan men verscheidene percentages hanteren om te bepalen of er voldoende aandelen binnen de familie zijn. Stockmans, Lybaert en Voordeckers (2010) geven aan dat familiebedrijven minstens 50% van de aandelen moeten bezitten. Donckels & Frohlich (1991) daarentegen stellen een percentage van minstens 60% voorop.

Astrachan, Klein en Smyrniotis (2002) ontwikkelden later een alternatieve definitie, namelijk de F-PEC schaal. Deze continue schaal geeft de invloed van een familie op een familiebedrijf weer. Er zijn drie belangrijke subschalen die deze invloed op een bedrijf bepalen: macht, ervaring en cultuur. De eerste subschaal, *macht*, gaat over de invloed die de familie direct en indirect uitoefent. De hoeveelheid invloed wordt gemeten aan de hand van drie aspecten: de eigendom of de hoeveelheid aandelen in het bezit van de familie, het percentage topmanagementposities in handen van de familie en het aantal zetels van de familie in de raad van bestuur. De tweede subschaal *ervaring* wordt bepaald door de familiale generatie die de aandelen bezit, actief is in het management en zetelt in de raad van bestuur enerzijds, anderzijds het aantal familieleden dat bijdraagt tot het familiebedrijf. De derde subschaal, *cultuur*, beschrijft ten slotte de mate waarin er een overlapping is tussen de familie- en bedrijfswaarden en het engagement van de familie.



Figuur 1: de F-PEC schaal (Astrachan, Klein & Smyrniotis, 2002)

De drie belangrijkste doelen van deze subschalen zijn: verschillende bedrijven kunnen vergelijken, de hoeveelheid familiale betrokkenheid kunnen bepalen en de variabele familiale betrokkenheid kunnen gebruiken in economische modellen.

Onderzoekers zijn eensgezind over het begrip familiebedrijf wanneer de eigendom en het management in handen is van de familie. Tevens leiden we uit de F-PEC schaal af dat een familie controle moet uitoefenen op hun bedrijf via aandeelhouderschap, management of raad van bestuur. Er is duidelijk sprake van continuïteit over meerdere generaties heen en er is een sterke verwevenheid tussen bedrijf en familie. De tweede eigenschap "sustainability across generations" zal in de volgende sectie uitvoerig besproken worden.

2.2 Wat is familiale opvolging?

De successie van een familiebedrijf verloopt niet altijd vlekkeloos (Parrish et al., 2009). Families moeten keuzes maken op het vlak van management en eigendom. Hierbij rijzen veel vragen. Wie is bekwaam om het bedrijf over te nemen? Gaan ze zelf de meerderheid van de aandelen behouden? Gaan ze enkel het management doorgeven of ook de eigendom? Om deze complexe vraagstukken zo goed mogelijk op te lossen, moeten families doordacht en objectief te werk gaan. In de huidige literatuur wordt de splitsing tussen de overdracht van de eigendom en het management niet frequent gemaakt en focust men meer op de overdracht van het management. Nochtans is het maken van deze splitsing van groot belang voor familiebedrijven (Sund, Melin & Haag, 2015).

2.2.1 Overdracht van het management

De overdracht van het management is voor familiebedrijven een moeizaam proces aangezien er niet enkel de normale problematiek voorkomt zoals het verzekeren van een goede leider. Familiebedrijven zijn bijvoorbeeld beperkt in het kiezen van een kandidaat binnen de familie. Tevens kan het kiezen van een opvolger voor complicaties zorgen binnen de familie op het vlak van relaties en emoties. Bijgevolg is het niet verbazingwekkend dat veel families falen na een overdracht. Een successie goed voorbereiden en uitvoeren is fundamenteel om de continuïteit van een familiebedrijf te garanderen (Le Breton-Miller, Miller & Steier, 2004). McGivern (1989) voegt daar aan toe dat de overdracht van het management ervoor zorgt dat financiële prestaties dalen doordat bedrijven vaak geen bekwame managers of CEO's vinden. Bijgevolg functioneren familiebedrijven niet langer meer als onafhankelijke organisaties na een successie. Daarnaast stelt hij dat bijna de helft van de faillissementen te wijten is aan het kiezen van een incompetent manager als CEO. Dit heeft ook te maken met het feit dat kleine familiebedrijven onder druk staan omdat er bijna geen potentiële opvolgers zijn.

Lansberg (1988) beweert dat het bezwaar van de opvolger tegen successie eveneens een reden is voor het falen in successieplanning en bijgevolg de continuïteit van de onderneming in het gedrang brengt. Er zijn veel factoren die successie beïnvloeden, daarom is het kiezen van een opvolger niet vanzelfsprekend. Het is eerder een complex vraagstuk waarbij men afgestemde beslissingen moet nemen omdat er vanuit verschillende hoeken druk wordt uitgeoefend. De hoofddoelstelling van successie is het verzekeren van de continuïteit van de onderneming (McGivern, 1989).

2.2.2 Overdracht van de eigendom

Bij de overdracht van de eigendom zullen de aandelen van de familie overgedragen worden aan interne of externe individuen. Er zijn drie belangrijke hoofdrolspelers waartussen er een continue wisselwerking is: het individu, de familie en het bedrijf. Onder de noemer individu verstaan we: de overdrager, de overnemer, de oprichter, evenals de niet-actieve familieleden in het bedrijf. De familie speelt natuurlijk de belangrijkste rol bij de successie aangezien de familieleden met elkaar verbonden zijn (Lambrecht & Naudts, 2007).

In tegenstelling tot de overdracht van het management, kan de overdracht van de eigendom leiden tot meerdere belastingen: schenkingsrechten, erf- en inkomstenbelastingen. Daarnaast zijn er compensaties naar andere familieleden en uitbetalingen aan de voorgangers, zoals de kostprijs van de aandelen. Financiële informatie en kennis is bijgevolg fundamenteel voor het nemen van beslissingen. Onderzoek toont aan dat een beperkte financiële kennis leidt tot suboptimale financiële beslissingen. Eigenaars zullen bijvoorbeeld geld lenen op basis van hun kennis over de beschikbare financiële bronnen. De kosten die hierboven vermeld werden zullen wellicht gefinancierd worden door een externe geldverschaffer, ingeval de interne middelen beperkt zijn (Koropp, Grichnik & Gygax, 2013).

De overdracht van de eigendom vergt een aanzienlijke voorbereiding om het proces zo efficiënt mogelijk te laten verlopen. Om dit proces te bevorderen stellen Sund et al. (2015) enkele strategische doelstellingen op:

1. Stakeholders tevreden houden en het verbeteren van de samenwerking ten voordele van het bedrijf.
2. Het voorkomen van een moeizaam successieproces dat huidige en potentiële stakeholders kan verstoten.
3. Financiële beperkingen zoals overdreven belastingen onderdrukken zodat de opvolger het bedrijf zo goed mogelijk kan leiden.
4. Het bevorderen van strategieën en prestaties door naar de mening van stakeholders te luisteren.

Om deze doelstellingen te realiseren zijn er noodzakelijke voorbereidingsmaatregelen die bedrijven volgens Sund et al. (2015) moeten treffen:

1. Gebruik maken van faciliteiten gespecialiseerd in successie.
2. De huidige eigenaar en de opvolger moeten achter de successie staan.
3. Alle stakeholders moeten de successie accepteren.
4. Een adequate compensatie treffen voor de huidige eigenaar alsook voor de broers en zussen die niet in de successie van het familiebedrijf betrokken zijn.
5. Ervoor zorgen dat de totale kost van de successie de eigenaar niet negatief beïnvloedt op het nemen van risico's en het maken van investeringen.
6. De opvolger moet het merendeel van de eigendom bezitten indien hij actief in het bedrijf is.

Familiale opvolging, bestaande uit de overdracht van het management en de eigendom, is aldus een proces dat niet altijd perfect verloopt. Het is fundamenteel om de splitsing te maken tussen deze twee processen. Het grootste struikelblok bij de overdracht van het management is het kiezen van een bekwame manager aangezien er dikwijls slechts een beperkt aantal kandidaten beschikbaar is. Bij de overdracht van de eigendom zijn de kosten, zoals de belastingen, compensaties en uitbetalingen, de grootste complicaties. Tevens vergt het een aanzienlijke voorbereiding om de overdracht succesvol tot stand te brengen.

In de volgende secties zal de impact van successie op de schuldgraad van familiebedrijven besproken worden door eerst de verschillende kapitaalstructuurtheorieën te beschrijven.

2.3 Impact van successie op de schuldgraad van familiebedrijven

2.3.1 Theorieën omtrent financieringskeuzes

Er zijn verschillende determinanten die de kapitaalstructuur van familiale ondernemingen bepalen. Al deze determinanten zijn beschreven in de verschillende theorieën over kapitaalstructuur. Elke theorie heeft een andere visie over de optimale kapitaalstructuur. De eerste theorieën die we bespreken zijn die van Modigliani en Miller en de Agency theorie. Vervolgens worden de andere benaderingen besproken: de Trade-off theorie en het Pecking Order model.

2.3.1.1 Modigliani & Miller

Modigliani en Miller (1958) beweren dat de marktwaarde van een bedrijf onafhankelijk is van de financieringswijze indien er aan de volgende assumpties voldaan is:

1. Er zijn geen belastingen, transactie- en faillissementskosten en agency kosten.
2. Er is geen asymmetrische informatie.
3. Kosten om een lening aan te gaan zijn voor alle investeerders en bedrijven gelijk.
4. Er zijn enkel perfecte kapitaalmarkten.

Kapitaalmarkten zijn echter in de realiteit nooit helemaal perfect. Als gevolg bestaat er geen optimale kapitaalstructuur. Twee bedrijven hebben dus dezelfde marktwaarde indien ze volledig identiek zijn aan elkaar en enkel verschillen in kapitaalstructuur. Indien men belastingen invoert in dit model, bekomen ze een optimale kapitaalstructuur van 100% schulden. Realistisch gezien is deze kapitaalstructuur niet haalbaar.

Toch bewezen Modigliani en Miller (1963) dat er in een wereld met belastingen een optimale kapitaalstructuur bestaat. Dat is het gevolg van het gebruik van intresten op het vreemd vermogen. Ondernemers prefereren dit aangezien het goedkoper is dan het gebruik van eigen vermogen voor financiële doeleinden. Intresten zijn fiscaal interessant aangezien ze fiscaal aftrekbaar zijn. De bedrijfswaarde is dan gelijk aan de waarde indien enkel financiering met eigen vermogen toegepast wordt, vermeerderd met de waarde van het belastingvoordeel. Dit belastingvoordeel stelt het tarief van de vennootschapsbelasting vermenigvuldigd met de betaalde interesten.

Het voorgaande samengevat in een formulevorm:

$$V_L = V_U + t D_L$$

V_L = de totale marktwaarde van een bedrijf met een gemengde kapitaalstructuur
 V_U = de totale marktwaarde van een bedrijf volledig gefinancierd met eigen vermogen
 t = de belastingsvoet op de bedrijfswinsten
 D_L = de nominale waarde van het vreemd vermogen van een bedrijf met een gemengde kapitaalstructuur

Figuur 2: De marktwaarde van een bedrijf met een gemengde kapitaalstructuur (Modigliani & Miller, 1963)

Uit deze theorie leiden we af dat de optimale kapitaalstructuur uit 100% schulden bestaat. Echter in de realiteit is er geen enkel bedrijf op deze wijze gefinancierd. Kredietinstellingen stellen voorwaarden en leggen beperkingen op waardoor dit onmogelijk is.

2.3.1.2 Agency theorie

De Agency theorie is ontwikkeld door Jensen en Meckling in 1976. Zij beschouwen een bedrijf als het knooppunt voor de contractuele relaties tussen drie belanghebbende partijen: managers, aandeelhouders en schuldeisers. Deze theorie beweert dat de drie partijen over asymmetrische informatie beschikken aangezien ze elk individuele doelstellingen vooropstellen. Hierdoor kunnen de zogenaamde agency kosten ontstaan. Aandeelhouders wensen een zo hoog mogelijke waarde van de aandelen. Managers daarentegen prefereren een hoog loon en schuldeisers verlangen tijdige en juiste betalingen en aflossingen. Agency problemen komen voor bij familiebedrijven door familieconflicten en het verschil in visie tussen de verschillende generaties. Deze problemen die voortvloeien uit tegengestelde belangen tussen de drie partijen noemt men agency conflicten. Jensen en Meckling (1976) ontwikkelden bijgevolg de Agency theorie. Hiermee proberen ze de contractuele relaties zo goed mogelijk te laten verlopen zodat een bedrijf zo adequaat mogelijk kan functioneren. In onderstaande figuur (figuur 3) beschrijft Eisenhardt (1989) de assumpties van de Agency theorie:

Agency Theory Overview

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

Figuur 3: Agency theorie assumpties (Eisenhardt, 1989)

De focus van de Agency theorie ligt op het oplossen van twee soorten agency problemen. Het eerste agency probleem is *moral hazard*. Deze komt voor bij belangenconflicten tussen aandeelhouders en het management, alsook tussen de schuldeisers en het management. Door asymmetrische informatie zijn de handelingen gemaakt door het management niet altijd waarneembaar door de schuldeisers en de aandeelhouders. Bijgevolg kunnen managers bepaalde handelingen uitvoeren in hun voordeel die voor de andere partijen nadelig zijn. Het tweede agency probleem is *adverse selectie*. Hierbij heeft de ene partij meer informatie dan de andere voor het afsluiten van een contract waardoor een partij benadeeld kan worden (Jensen & Meckling, 1976)

Bijgevolg ontstaan er agency kosten die gemaakt worden om deze problemen te voorkomen. Enerzijds zijn er *monitoring kosten*. Deze ontstaan door het controleren van de andere partij door te observeren, te meten, te budgetteren, algemene processen te volgen en verloningssystemen toe te passen. Anderzijds kan een partij ook zelf initiatief nemen om te controleren en op deze manier laten zien dat de partij ook in het belang handelt van de andere partij. Deze kosten noemt men *bonding kosten*. Ten slotte is er ook een onvermijdbaar *residual loss*. Dit zijn de kosten die overblijven als gevolg van problemen door asymmetrische informatie en agency relaties. Deze drie kosten vormen de agency kosten. De optimale kapitaalstructuur wordt dan bepaald door het minimaliseren van deze agency kosten (Jensen & Meckling, 1976).

2.3.1.2.1 Agency theorie bij private familiebedrijven

Publieke bedrijven worden geconfronteerd met moral hazard problemen door de scheiding tussen eigendom en management (Lubatkin, Schulze, Ling & Dino, 2005). Bij private familie bedrijven daarentegen, is de scheiding tussen eigendom en management veel kleiner of niet van toepassing. Daarom dat moral hazard problemen bij deze bedrijven minder zwaar doorwegen. In familiebedrijven vervangen de managers met aandelen de controlesystemen die publieke bedrijven hanteren (Schulze, Lubatkin, Dino & Bucholtz, 2001). Private familiebedrijven zullen echter meer met self-control problemen te maken hebben dan publieke ondernemingen. Deze problemen ontstaan wanneer individuen impulsief en emotioneel handelen en bijgevolg uit eigen belang gaan handelen. Sommige managers in private familiebedrijven doorstaan zulke self-control problemen omdat ze geen verantwoording moeten afleggen aan een raad van bestuur of aan andere aandeelhouders. Hierdoor is er minder controle over deze managers waardoor ze meer vrijheid hebben in het gebruik van de middelen van het familiebedrijf. Bijgevolg ervaren managers in private bedrijven deze self-control problemen meer dan bij publieke bedrijven. Echter door het schuldgebruik te doen stijgen zal er minder free cashflow beschikbaar zijn waardoor managers minder vrijheid krijgen. Bijgevolg zien Jensen en Meckling (1976) schulden als een soort controlemechanisme. Daarnaast is er potentieel tot machtsmisbruik tussen managers met en zonder aandelen. Hierdoor ontstaan er moral hazard problemen zoals free-riding door de managers met aandelen. Ten slotte kunnen inefficiënte arbeidsmarkten voor private familiebedrijven leiden tot adverse selectie (Schulze et al., 2001; Lubatkin et al., 2005).

Volgens Jensen en Meckling (1976) is het ideale bedrijf een privaat familiebedrijf waarbij de manager voor 100% de aandelen bezit. Hierdoor is er geen scheiding tussen management en eigendom waardoor men heel wat agency kosten uitspaart. Tevens zullen er minder self-control problemen ontstaan aangezien de manager, en dus de enige aandeelhouder, enkel in zijn eigen belang moet handelen, zonder dat iemand anders hiervan kan profiteren.

2.3.1.2.2 Agency theorie en altruïsme

Agency kosten kunnen verklaard worden aan de hand van altruïsme. Bij altruïsme gaan individuen enerzijds handelingen voor anderen vooropstellen zonder dat ze er iets terug voor verwachten (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003b). Anderzijds brengt altruïsme ook negatieve aspecten met zich mee. Er is bijvoorbeeld potentie tot moral hazard indien ouders hun kinderen te fel gaan verwennen worden zij minder gecontroleerd en minder opgeleid. Deze kinderen kunnen aan free-riding doen en kunnen verspilzuchtig worden.

Dit is ook van toepassing bij een privaat familiebedrijf waarbij de manager deze vorm van altruïsme toepast op zijn familieleden binnen het bedrijf. Een ander voorbeeld is adverse selectie. Familiebedrijven zullen niet snel aandelen uitgeven aan werknemers aangezien ze dan controle over het bedrijf verliezen.

Dit leidt tot een beperkt aanbod op de externe arbeidsmarkt. Bijgevolg zullen er minder gekwalificeerde werknemers beschikbaar zijn. Tevens vinden familiebedrijven status belangrijker dan vaardigheden en maken niet-familieleden minder snel promotie. Hierdoor ontstaat wederom adverse selectie. Ten slotte kan altruïsme zorgen voor machtsmisbruik wanneer een familielid het familiebedrijf verlaat. Hierdoor ontstaan er emotionele familiekosten door het verlies van controle. Een ander familielid zal dan meer macht krijgen die hij kan misbruiken. Dit zijn allemaal vormen van agency kosten die tot stand kunnen komen binnen een familiebedrijf (Lubatkin et al., 2005).

2.3.1.2.3 Agency theorie en nepotisme

Nepotisme is tevens een begrip dat toegepast kan worden in de Agency theorie. Het kan heel wat agency kosten met zich meebrengen. Nepotisme zorgt ervoor dat familiale banden de economische logica overheersen. Kortetermijndoelstellingen van familiebedrijven lijden onder dit fenomeen. Door vriendjespolitiek zullen bij het kiezen van een nieuwe manager, familiebanden belangrijker zijn dan capaciteit en ervaring van gekwalificeerde kandidaten. Bijgevolg ontstaan er opportuïteitskosten. Nieuwe generaties zullen namelijk hun talenten niet optimaal kunnen benutten op de externe arbeidsmarkt. Anderzijds krijgen niet-familieleden niet de mogelijkheid om hun capaciteiten optimaal te benutten op de interne arbeidsmarkt. Dit leidt tot een onbetrouwbaar imago van het familiebedrijf waardoor er een grote in- en uitstroom van niet-familieleden zal zijn (Stewart, 2003).

2.3.1.3 Trade-off theorie

De Trade-off theorie streeft naar een target kapitaalstructuur (een optimale schuldgraad) door een afweging te maken tussen de voor- en nadelen van schulden. De verhouding tussen eigen en vreemd vermogen wordt dus geoptimaliseerd in de target kapitaalstructuur. In deze theorie gaat men een target schuldgraad opstellen en geleidelijk werken naar deze target. Dit is vergelijkbaar met firma's die dividenden aanpassen om zo de juiste target payout ratio te bekomen. De optimale schuldgraad wordt bereikt wanneer het marginale voordeel van bijkomende schuld gelijkwaardig is aan het marginale nadeel van deze schuld (Myers, 1984).

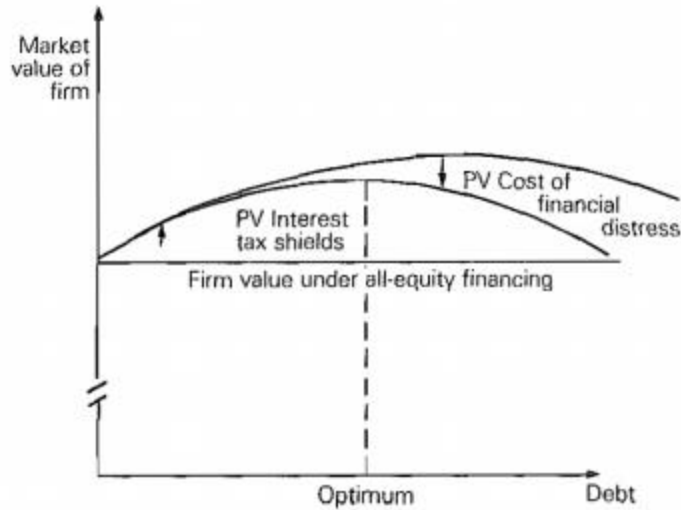
Het aangaan van schulden brengt fiscale voordelen mee, zoals eerder vermeld werd. Zo vormen schulden een bron voor belastingbesparing door intrestlasten in vermindering te brengen van het belastbaar resultaat. De grootte van het voordeel is wel afhankelijk van de winst. Indien er een zeer kleine winst is of verlies, dekt het voordeel maar een klein of geen enkel deel van de intrestlast die de onderneming dan zal moeten dragen. Intrestlasten overdragen naar het volgend boekjaar is immers verboden (De Angelo & Masulis, 1980; Laveren, Engelen, Limère & Vandemaele, 2004; Myers, 1984). Intresten op schulden krijgen op fiscaal vlak een betere behandeling dan vergoedingen voor aandeelhouders. Daarom is het vaak interessanter om voor schuldfinanciering te kiezen dan voor financiering met extern eigen vermogen (Poutziouris, Michaelas, Chittenden & Sitorious, 2000).

Schulden zetten daarenboven aan tot gedisciplineerd gedrag doordat ondernemers hun betalingen tijdig moeten uitvoeren. Schuldfinanciering zorgt tevens voor een positieve financiële hefboomwerking. Deze ontstaat door het opnemen van een grote hoeveelheid schulden dat potentieel kan leiden tot een hoge rentabiliteit van het eigen vermogen. Indien de rentabiliteit van een investering groter is dan de vaste financiële kost gemaakt door het gebruik van schuldfinanciering, spreken we van een positieve financiële hefboomwerking (Laveren et al., 2004).

Hoe dan ook, schulden brengen nadelen met zich mee. De financiële druk wordt verhoogd aangezien financiële kosten stijgen bij het aangaan van schulden. Deze kosten zijn moeilijk meetbaar en vormen feitelijk opportuiniteitskosten (Myers, 1984). Daarnaast worden er strengere voorwaarden en hogere interestlasten opgelegd naarmate de hoeveelheid schuldfinanciering stijgt (Laveren et al., 2004). Ondernemers moeten dus oppassen dat hun solvabiliteit niet in gedrang komt wanneer ze te veel schulden aangaan. Hierdoor zou zelfs een faillissement kunnen ontstaan dat verscheidene kosten met zich meebrengt (Laveren et al., 2004; Mishra & McConaughy, 1999).

Private familiebedrijven hebben echter een afkeer van schulden doordat er een grote risico-aversie is ten opzichte van de mogelijkheid op controleverlies. Het aangaan van een grote hoeveelheid schulden verhoogt immers het risico op financiële moeilijkheden, hetgeen een verlies aan controle kan teweegbrengen in het familiebedrijf. Bij familiebedrijven is het behoud van controle fundamenteel en zal dit de schuldgraad bepalen (Mishra & McConaughy, 1999). Dit fenomeen gaat gepaard met het behoud van socio-emotionele rijkdom. Het concept *socio-emotionele rijkdom* gaat over de niet-financiële aspecten van familiebedrijven die voldoen aan de emotionele behoeften, zoals identiteit, de mogelijkheid om continu familiale invloed uit te oefenen in het bedrijf. Familiebedrijven hechten zeer veel waarde hieraan en daarom staat het behoud van socio-emotionele rijkdom centraal in de meeste familiebedrijven. Ze zullen te allen tijden kiezen voor het behoud van controle en een goede reputatie, zelfs als bedrijfsprestaties hieronder lijden (Gomez-Mejia, Takacs Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007).

Aan de hand van de voor- en nadelen van schulden, moeten ondernemers de trade-off maken tussen financiering met schulden en eigen vermogen zodat er een optimale kapitaalstructuur ontstaat. Hierbij zal men schulden vervangen door eigen vermogen, of omgekeerd, totdat men deze target kapitaalstructuur behaalt. Bijgevolg zal de waarde van de onderneming gemaximaliseerd worden. In onderstaande figuur (figuur 4) visualiseert Myers (1984) deze trade-off. Het is als bedrijf moeilijk om in het optimum te geraken aangezien er kosten verbonden zijn aan het aanpassen van de schuldgraad naar de target schuldgraad. Er moet een hoge transparantie zijn en een sterke bescherming van de investeerders om deze kosten zo laag mogelijk te houden (Cotei, Farhat, & Abugri, 2011).



Figuur 4: The Static Trade-Off theory of capital structure (Myers, 1984)

2.3.1.4 Pecking Order model

Het Pecking Order model beschrijft de volgorde die ondernemers hanteren op vlak van financieringskeuzes. Ondernemers prefereren de veiligste financieringsvorm aangezien er asymmetrische informatie is tussen insiders in ondernemingen en externe geldschieters. Zo beschikken insiders in de onderneming over meer informatie dan externe geldverschaffers. Deze asymmetrische informatie zorgt voor een vertrouwensprobleem, waardoor externe financieringsmiddelen ondergewaardeerd zullen worden. Daarom is het vanzelfsprekend dat ondernemers interne middelen verkiezen boven externe middelen. Indien een ondernemer niet voldoende interne middelen beschikbaar heeft, zal deze eerst beroep doen op risicovrije schulden. Wanneer deze schulden dan toch bepaalde risico's met zich meebrengen, zal de onderwaardering ervan toenemen. Het is zelfs zo dat deze onderwaardering zo een hoog niveau kan behalen, waardoor ondernemers kiezen om een lucratief project toch niet uit te voeren (Myers & Maljuf, 1984; Myers 1984).

De voorkeur en de volgorde van de financieringsbeslissingen noemt men het Pecking Order. Volgens het Pecking Order model verkiezen bedrijven eerst interne middelen, daarna gewone schulden, vervolgens converteerbare schulden en tenslotte aandelen. Ondernemers prefereren schulden op korte termijn boven schulden op lange termijn, aangaande gewone schulden (Howorth, 2001). Dit komt doordat kortetermijnschulden vaak geen onderpandvereisten of beperkte contracten met zich meebrengen. Enerzijds zijn aandelen zeer gevoelig voor onderwaardering en komen ze daarom op de laatste plaats. Door asymmetrische informatie ontstaat er adverse selectie met bijgevolg onderwaardering van aandelen door externe geldverschaffers. Anderzijds is het mogelijk dat managers aandelen uitgeven wanneer de marktprijs ervan veel hoger ligt dan de waarde. Bijgevolg is er ook kans

op overwaardering. Extern eigen vermogen zorgt dus voor hoge transactiekosten door de informatie die men moet verschaffen. Schulden zijn echter ook onderhevig aan onderwaardering, maar minder dan extern eigen vermogen. Geldverschaffers durven te hoge interesten aanrekenen. Anderzijds is interne financiering minder gevoelig voor onderwaardering (Myers & Maljuf, 1984; Myers 1984).

2.3.1.4.1 Pecking Order model bij private familiebedrijven

Bij private familiebedrijven wordt deze volgorde nog meer gehanteerd. Families willen de controle alsook de eigendom behouden van hun familiebedrijf. Daarom zal het gebruik van externe financiering beperkt blijven. Private familiebedrijven maken nog minder gebruik van extern eigen vermogen dan publieke bedrijven. Dit komt door de asymmetrische informatie, de potentiële onderwaardering, maar ook door de dilutie van de aandelen. Nieuwe externe aandeelhouders zullen mee beslissingen nemen in de algemene vergadering waardoor de bestaande aandelen van familieleden minder krachtig zijn. Deze externe aandeelhouders zullen dus ook een deel van de controle in handen krijgen door de inspraak die ze verwerven met de nieuwe aandelen. Familiebedrijven willen dit absoluut niet (Poutziouris et al., 2000). Het Pecking Order model steunt dus tevens het behoud van socio-emotionele rijkdom. Familiebedrijven zullen altijd kiezen voor risico-averse handelingen om op deze manier de controle te behouden. Het behouden van socio-emotionele rijkdom heeft bijgevolg een invloed op de financiële structuur. Familiebedrijven zullen eerder geneigd zijn om minder schulden aan te gaan (Gomez-Mejia et al., 2007).

Indien private familiebedrijven desalniettemin verplicht zijn externe middelen aan te trekken, prefereren ze schulden boven extern eigen vermogen. In tegenstelling tot publieke bedrijven, vinden private familiebedrijven het behoud van controle binnen de familie en overleven op lange termijn belangrijker dan groeien. Snel groeien gaat gepaard met verlies van controle aangezien men gebruik moet maken van externe investeerders. Daarom blijven familiebedrijven liever kleiner en zijn ze risico-avers. Ze focussen zich dus vooral op interne middelen en daarna op schulden om hun budgetten te bekomen (Setia-Atmaja, Tanewski & Skully, 2009; Poutziouris et al., 2000; Poutziouris, 2001).

Echter familiebedrijven zullen nooit veel schulden aangaan door de nadelen die schulden met zich meebrengen. Kapitaalverschaffers eisen soms te hoge interesten waardoor er onderwaardering ontstaat. Daarboven is schulden aangaan een risico indien men niet aan de voorwaarden in het contract kan voldoen. Er is dan zelfs de mogelijkheid tot een faillissement ten koste van het imago en de controle van het familiebedrijf (Laveren et al., 2004; Mishra & McConaughy, 1999). Familiebedrijven zullen bijgevolg altijd tegen het gebruik van externe middelen zijn. Hun familiale doelstellingen zoals behoud van controle en prestige zullen vooral gefinancierd worden door interne middelen. Familiebedrijven hanteren vaak het Pecking Order model omdat zij de volgorde in financieringskeuzes erg respecteren (Poutziouris, 2001).

Ten slotte volgen private familiebedrijven eerder het Pecking Order model dan de Trade-off theorie. Ze gaan dus veeleer kijken naar financieringskeuzes in het verleden en de Pecking Order volgorde aannemen, dan een optimale schuldratio vooropstellen op basis van voor- en nadelen. Echter de ene theorie sluit de andere niet uit. Familiebedrijven hebben minder problemen met asymmetrische informatie tussen managers en geldverschaffers waardoor ze toch dikwijls volgens de Trade-off theorie handelen. Bijgevolg zullen ze dan externe financiering verkiezen boven interne financiering (Serrasqueiro, Nunes & Silva, 2011).

Er zijn dus heel wat verschillende determinanten beschreven in de theorieën omtrent financieringskeuzes die de kapitaalstructuur van familiale ondernemingen bepalen. Modigliani en Miller beweren dat de optimale kapitaalstructuur uit 100% schulden bestaat in een wereld met belastingen. Jensen en Meckling ontwikkelden de Agency theorie waarbij schulden als een controlemechanisme beschouwd worden waardoor managers minder vrijheid krijgen. De optimale kapitaalstructuur wordt in deze theorie bepaald door het minimaliseren van de zogenaamde agency kosten. De Trade-off theorie streeft naar een target kapitaalstructuur door een afweging te maken tussen de voor- en nadelen van schulden. Ten slotte hanteert het Pecking Order model een bepaalde volgorde die ondernemers prefereren betreffende financieringskeuzes. In de volgende sectie trachten we een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvraag.

2.3.2 Impact successie op de schuldgraad van een familiebedrijf

2.3.2.1 Inleiding

Ongeveer een derde van de familiebedrijven overleven het tot de tweede generatie en maar tien tot vijftien procent overleven het tot in de derde generatie. Dit komt doordat de overdracht van familiebedrijven één van de moeilijkste processen is in de levenscyclus van een familiebedrijf. Daarom is het interessant om de postprocesaspecten te onderzoeken. Er zijn enkele studies naar de schuldgraad en prestaties van familiebedrijven na successie, maar de huidige empirische studies komen vaak tekort op vlak van data. De verschillende generaties in een familiebedrijf hebben verscheidene visies over het gebruik van schuldfinanciering. De impact van successie op de schuldgraad in de verschillende generaties is het gevolg van heel wat factoren (Molly et al., 2010). Deze factoren worden hieronder beschreven.

2.3.2.2 Negatieve relatie tussen successie en schuldgraad

De Agency theorie vertelt ons dat elke intergenerationele overdracht zorgt voor een meer verspreid eigen vermogen (Schulze, 2003). Dit kan een conflict veroorzaken tussen aandeelhouders in de raad van bestuur aangezien zij een zo laag mogelijke schuldgraad verkiezen. Een verhoogde schuldgraad verhoogt het risico en heeft een negatieve invloed op de veiligheid van hun investeringen. Tevens concludeerde Schulze (2003) dat als broer en zus het familiebedrijf overnemen, er een lager risiconiveau ontstaat t.o.v. andere opvolgers. Dit komt doordat zij verliezen willen beperken, hun doelen niet altijd in lijn staan met elkaar en door conflicten tussen familieleden.

Bijgevolg zullen opvolgers minder de neiging hebben om schuldfinanciering te gebruiken om hun investeringen te bekostigen.

Er zijn verschillende studies die voorgaande vaststellingen betwisten. Ward's model (1987) maakt een onderscheid tussen familiebedrijven waar het bedrijf de familie van dienst is (familieoriëntatie) en bedrijven waarbij de familie het bedrijf van dienst is (bedrijfsoriëntatie). Reid (1999) vindt familieoriëntatie belangrijker naargelang een familiebedrijf overgaat naar de volgende generaties. Deze bedrijven waar familieoriëntatie van toepassing is, zijn minder geneigd om externe financieringsbronnen te gebruiken omdat het meer risico en minder familiale controle met zich meebrengt. Kayne en Hamilton (2004) stellen vast dat opvolgers meestal minder risico's nemen dan hun ouders. Dit doen ze om hun kapitaal en welzijn te behouden, maar ook omdat ze vaak een grote investering hebben gedaan om zichzelf in te kopen in het bedrijf (Stepherd & Zacharikis, 2000). Meer rijkdom creëren is geen prioritaair doel voor opvolgers aangezien het behoud van controle en de continuïteit van het familiebedrijf van groter belang zijn. Daarom proberen ze schuldfinanciering zo min mogelijk te gebruiken. Daarnaast zijn het gezond houden van het familiebedrijf over verschillende generaties, de familienaam staande houden alsook het levenswerk van de oprichter, eveneens belangrijke argumenten om een hoge schuldgraad te vermijden. Deze aspecten gaan gepaard met het concept van socio-emotionele rijkdom, dat reeds besproken is in de beschrijving van de Trade-off theorie.

Het gevolg van het vermijden van risico's en schuldfinanciering is dat volgende generaties minder toegang krijgen tot financiële bronnen. Daarnaast zorgt asymmetrische informatie tussen aandeelhouders en managers ervoor dat oprichters hun opvolgers niet bekwaam genoeg vinden om het bedrijf te leiden en het welzijn van het bedrijf te behouden of te verbeteren (Anderson, Mansi & Reeb, 2003). Andere auteurs zeggen dat successie ervoor zorgt dat meer familieleden bij het bedrijf betrokken zijn. Bijgevolg kunnen er familiale conflicten ontstaan, hogere dividenden en minder herinvesteringen tot stand komen (Davis Harveston, 1999; Harvey & Evans, 1995). Door de vele familieconflicten zijn externe financiële bronnen minder geneigd hun diensten te leveren aan familiebedrijven (Beckhard & Dyer, 1983).

Op basis van de hiervoor geschetste relatie tussen successie en schuldgraad, kan de volgende hypothese vooropgesteld worden met betrekking tot familiebedrijven:

Hypothese 1a: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe lager de schuldgraad van dit familiebedrijf.

2.3.2.3 Positieve relatie tussen successie en schuldgraad

De overdracht van familiebedrijven naar derde of latere generaties, vaak naar neven of nichten, zorgen voor nog meer verspreiding van het leiderschap (Schulze, 2003). Op dit niveau ligt het nemen van risico's voor opvolgers meer in lijn met de visie van investeerders en aandeelhouders. Dit leidt tot een grotere tendens naar het nemen van risico's en naar het gebruik van schuldfinanciering. Andere auteurs

vinden dat familiebedrijven die al enkele generaties bestaan, makkelijker aan schuldfinanciering geraken dan vorige generaties en daardoor een hogere schuldgraad hebben. Ze baseren dit op het feit dat langetermijnrelaties fundamenteel zijn. Banken of andere externe financieringsbronnen hechten veel waarde aan betrouwbare en langdurige relaties (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Gersick, Davis, Hampton & Lansberg, 1997). Daarnaast krijgen latere generaties vaak betere condities voor schuldfinanciering door deze lange contractuele relaties alsook door de hoge motivatie om aan verplichtingen te voldoen aangezien de naam van de familie op het spel staat.

Andere studies wijzen erop dat familiebedrijven meer gebruik maken van schuldfinanciering na successie. Blanco Mazagatos (2007) gebruikt de Agency theorie als basis voor het stijgende aantal familieconflicten, opportuniteitsproblemen en problemen met altruïsme over de verschillende generaties. Familieleden die het bedrijf leiden kunnen genieten van hoge salarissen en voordelen alsook van beslissingen in hun eigen voordeel. Familieleden daarentegen die niet actief betrokken zijn bij het bedrijf, gaan daarom dikwijls veel gebruik maken van schuldfinanciering. Schuldfinanciering kan in dit geval gebruikt worden als een controlemechanisme om zo agency kosten te beperken. Op deze manier gaat men streven naar meer schuldfinanciering ten opzichte van vorige generaties.

Volgens De Massis, Chua & Chrisman (2008) zijn de belastingen die bij successie voorkomen een beperking op het gebruik van interne financiële bronnen. Hierdoor gaan opvolgers vaak grote bedragen lenen van externe bronnen om zo de aandelen van het familiebedrijf over te kopen. Tevens gaan opvolgers dividenden en hoge salarissen uit het bedrijf halen om de hypotheek en intresten af te betalen. Voor de volgende generaties leiden deze geldopnames tot een grotere vraag naar extern kapitaal en gaan ze hierdoor een hogere schuldgraad oplopen (Bjuggren, 2001; Bjuggren & Sund, 2005).

Bijgevolg kan voor de schuldgraad na successie volgende hypothese geformuleerd worden, die in de empirie onderzocht zal worden:

Hypothese 1b: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe hoger de schuldgraad van dit familiebedrijf.

2.3.2.4 Heterogeniteit binnen de verschillende intergenerationale overgangen bij familiebedrijven op vlak van schuldgraad.

Uit onderzoek blijkt dat de overgang van de eerste naar de tweede generatie, de schuldgraad van het bedrijf negatief beïnvloedt. Bij de volgende generaties is dit effect omgekeerd. Er is duidelijk een verschil tussen de overgang van de eerste naar de tweede generatie en tussen de tweede naar de volgende generaties. Desondanks blijft de impact van familiale successie op de financiële structuur niet helemaal duidelijk. Successie kan aldus leiden tot een negatief als een positief effect op de schuldgraad. Het effect is bijgevolg niet altijd hetzelfde bij de overgang naar de verschillende generaties. Dit heeft te maken met een grotere verspreiding van het leiderschap na successie, alsook met het feit dat familiebedrijven

meer nood hebben aan externe financiële bronnen na successie om de successie te bekostigen. Voorgaande heeft meer betrekking tot latere generaties waardoor de schuldgraad bij de derde of latere generaties aanzienlijk kan stijgen (Molly et al., 2010).

Hypothese 2: Familiebedrijven in handen van de tweede generatie hebben een lagere schuldgraad vergeleken met de eerste en de derde of latere generaties.

Successie blijkt een zeer moeilijke oefening te zijn aangezien er maar weinig familiebedrijven overleven in latere generaties. Tevens zijn er heel wat factoren die de schuldgraad beïnvloeden in de verschillende generaties. Er kan enerzijds een negatieve relatie ontstaan tussen successie en schuldgraad door verspreiding van het leiderschap en een risico-averse houding. Anderzijds kan er een positieve relatie ontstaan tussen successie en schuldgraad door de langetermijnrelaties met geldverschaffers en om de aandelen aan te kopen. Ten slotte is er sprake van heterogeniteit binnen de verschillende generaties bij het gebruik van schulden, maar de impact van familiale successie op de financiële structuur blijft niet helemaal duidelijk.

Deel 3: Empirisch onderzoek

3.1 Data en variabelen beschrijving

3.1.1 Dataset

Dit onderzoek focust zich op de invloed van de intergenerationele overgang op de schuldgraad van familiebedrijven. Om onderzoek te doen naar de relatie tussen successie en de schuldgraad van Belgische private familiebedrijven, doen we beroep op een dataset bestaande zowel uit surveygegevens alsmede uit data vanuit de Belfirst verzameld in 2019 in kader van een ander onderzoek naar familiale ondernemingen. Deze gegevens werden opgesteld door mijn copromotor, drs. Ellen Janssen. De vragenlijsten werden succesvol ingevuld door 345 CEO's van Belgische familiebedrijven, wat mijn oorspronkelijke dataset gaat worden. Voor dit onderzoek wordt er gebruik gemaakt van cross-sectionele data, dit wil zeggen dat er verschillende observaties gedaan zijn op eenzelfde tijdstip. Wegens anonimiteit en GDPR-wetgeving zijn sommige gegevens uit de dataset verwijderd.

Aangezien er voor sommige respondenten ontbrekende waarden waren, hebben we deze respondenten verwijderd zodat er geen vertekend beeld gegeven kan worden. Daarnaast waren er ook nog enkele onwaarschijnlijke waarden, namelijk outliers. Deze outliers ontstaan door een menselijke fout, een misinterpretatie, een meetfout,... Er bestaan verschillende manieren om deze outliers aan te pakken (Ghosh & Vogt 2012). In deze eindverhandeling hebben we, op basis van enkele spreidingsdiagrammen, gekozen om de outliers te verwijderen, om op deze manier een vertekend beeld te vermijden. Bijgevolg blijven er 309 van de 345 respondenten over waarvan we voor elke variabele relevante informatie hebben in onze dataset.

3.1.2 Afhankelijke variabelen

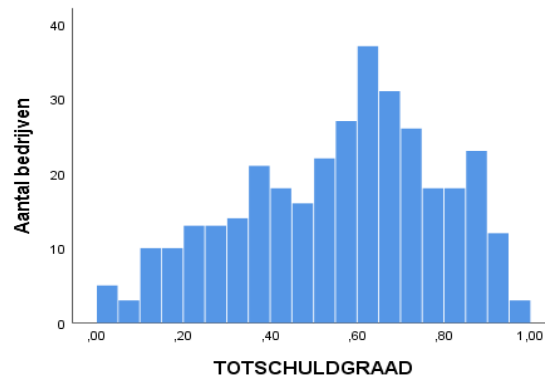
In deze eindverhandeling wordt de schuldgraad als afhankelijke variabele gebruikt. De schuldgraad kan op verschillende manieren berekend en geïnterpreteerd worden. In deze masterproef maken we onderscheid tussen de schuldgraad op korte en lange termijn, de totale schuldgraad, de financiële schuldgraad op korte en lange termijn, de totale financiële schuldgraad en de totale kredietschuldgraad. Op deze manier kunnen we telkens dieper in gaan op de schuldgraad. We vertrekken vanuit de totale schuldgraad waarbij alle schulden in verrekend worden. Daarna vallen bij de financiële schulden de volgende schulden weg: de handelsschulden, de overige schulden, de ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen, de belastingen, de bezoldigingen en de sociale lasten. Tot slot bekijken we enkel de echte bankschulden bij de totale kredietschuldgraad.

Totale schuldgraad

De totale schuldgraad wordt geformuleerd als de totale schulden gedeeld door de totale activa. Deze variabele wordt berekend in onderstaande formule:

$$TOTschuldgraad = \frac{\text{totale schulden}}{\text{totale activa}}$$

Bijgevolg ziet de verdeling van de totale schuldgraad er als volgt uit:



Figuur 5: verdeling totale schuldgraad

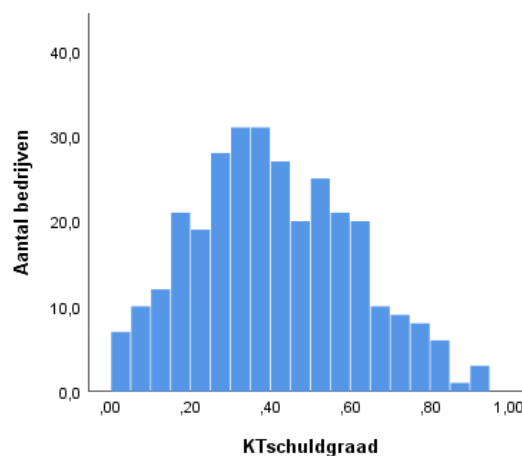
De verdeling van de totale schuldgraad toont geen perfect normale verdeling, maar eerder een linksscheve verdeling.

Schuldgraad op korte termijn

De schuldgraad op korte termijn wordt geformuleerd als de schulden op ten hoogste één jaar gedeeld door de totale activa. Dit geeft dus volgende formule:

$$KTschuldgraad = \frac{\text{schulden op ten hoogste één jaar}}{\text{totale activa}}$$

De verdeling wordt als volgt grafisch voorgesteld op onderstaande afbeelding:



Figuur 6: verdeling schuldgraad op korte termijn

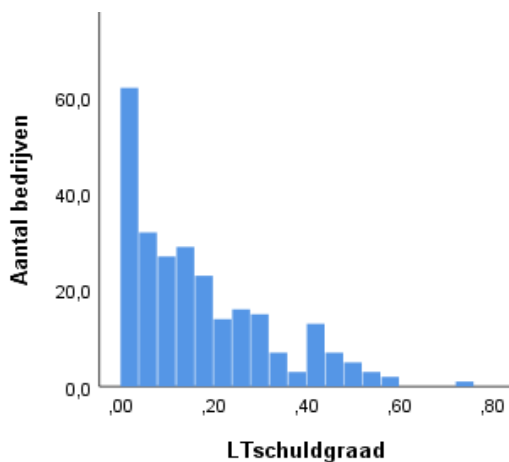
Bovenstaand diagram toont een vrij normale verdeling. Bijgevolg is dit een goede variabele om op te nemen als afhankelijke variabele in de regressie.

Schuldgraad op lange termijn

De schuldgraad op lange termijn wordt geformuleerd als de schulden op meer dan één jaar gedeeld door de totale activa. Deze variabele wordt als volgt berekend:

$$LTschuldgraad = \frac{\text{schulden op meer dan één jaar}}{\text{totale activa}}$$

De verdeling ziet er dan als volgt uit:



Figuur 7: verdeling schuldgraad op lange termijn

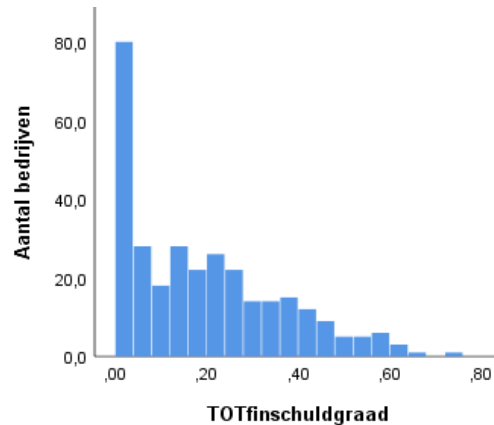
Figuur 7 toont een rechtsscheve verdeling. Vervolgens is de assumptie van een normale verdeling geschonden waardoor dit een minder goede afhankelijke variabele is voor in de regressieanalyse.

Financiële schuldgraad

De financiële schuldgraad wordt geformuleerd als de financiële schulden gedeeld door de totale activa. We hebben deze afhankelijke variabele toegevoegd om het verschil aan te tonen tussen de verschillende schuldgraden. Bij de financiële schuldgraad worden er, in tegenstelling tot bij de algemene schuldgraad, geen handelsschulden, ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen, schulden met betrekking tot bezoldigingen en sociale lasten, belastingen en overige schulden in verrekend. De afhankelijke variabele wordt als volgt berekend:

$$TOTfinschuldgraad = \frac{\text{financiële schulden}}{\text{totale activa}}$$

De verdeling wordt als volgt grafisch voorgesteld op onderstaande afbeelding:



Figuur 8: verdeling totale financiële schuldgraad

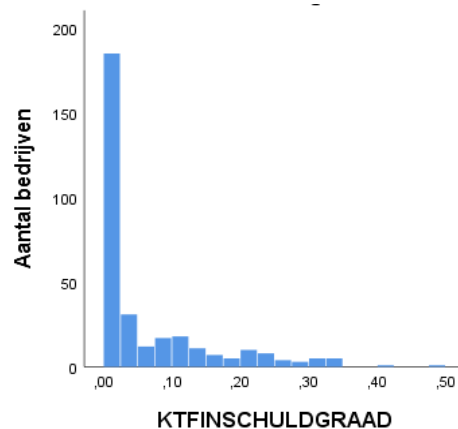
De financiële schuldgraad vertoont tevens een rechtsscheve verdeling en is bijgevolg een minder goede afhankelijke variabele voor in het regressiemodel.

Financiële schuldgraad op korte termijn

De financiële schuldgraad op korte termijn wordt geformuleerd als de schulden op ten hoogste één jaar gedeeld door de totale activa. Hierin worden enkel de schulden ten opzichte van kredietinstellingen en overige leningen in verrekend. Deze variabele wordt in onderstaande formule berekend:

$$KTfinschuldgraad = \frac{\text{financiële schulden op ten hoogste één jaar}}{\text{totale activa}}$$

Met deze berekening wordt de verdeling van de variabele *KTfinschuldgraad* grafisch voorgesteld op onderstaande afbeelding:



Figuur 9: verdeling financiële schuldgraad op korte termijn

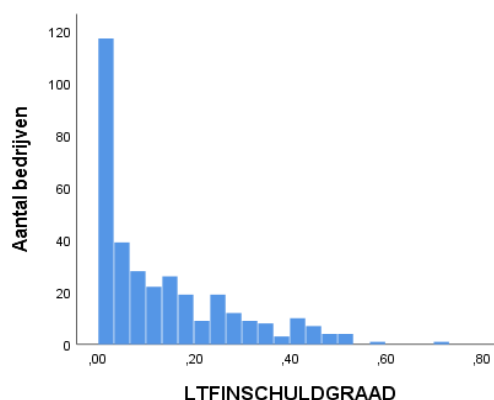
Bovenstaand diagram vertoont een rechtsscheve verdeling van de variabele *KTfinschuldgraad* zonder uitschieters.

Financiële schuldgraad op lange termijn

De financiële schuldgraad op lange termijn wordt geformuleerd als de schulden op meer dan één jaar gedeeld door de totale activa. Hier worden de volgende schulden in verrekend: achtergestelde leningen, niet-achtergestelde obligatieleningen, leasingschulden en soortgelijke schulden, kredietinstellingen en overige leningen. Deze variabele wordt als volgt berekend:

$$LTfinschuldgraad = \frac{\text{financiële schulden op meer dan één jaar}}{\text{totale activa}}$$

De verdeling wordt in onderstaande figuur voorgesteld:



Figuur 10: verdeling financiële schuldgraad lange termijn

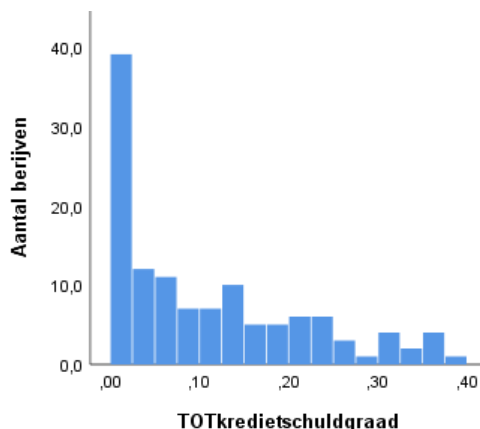
Opnieuw merken we op dat er een rechtsscheve verdeling is van bovenstaande variabele zonder uitschieters.

Kredietschuldgraad

Tot slot gebruiken we de kredietschuldgraad om nog dieper in te gaan op de financiële structuur van de familiebedrijven in de dataset. Hier worden enkel de bankschulden in verwerkt. Deze afhankelijke variabele wordt berekend door de kredietschulden te delen gedeeld door de totale activa, in onderstaande formule:

$$kredietschuldgraad = \frac{\text{kredietschulden}}{\text{totale activa}}$$

De verdeling van deze variabel wordt in onderstaande figuur voorgesteld:



Figuur 11: verdeling kredietschuldgraad

Bovenstaande figuur vertoont een rechtsscheve verdeling zonder uitschieters.

3.1.3 Onafhankelijke variabelen

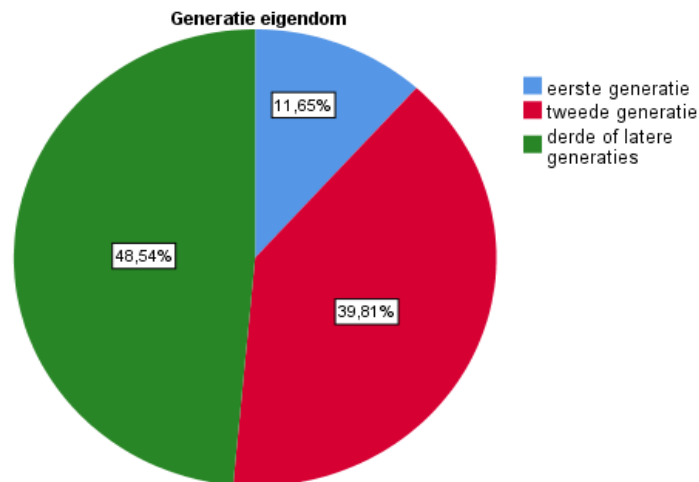
In deze masterproef wordt er onderzoek verricht naar twee primaire onafhankelijke variabelen, namelijk *de generatie die de eigendom bezit en de generatie die het management in handen heeft*. We hebben aldus de generatie op verschillende manieren gemeten aangezien de literatuur aangeeft dat het van groot belang is om de splitsing te maken tussen de eigendom en het management (Sund, Melin & Haag, 2015).

Er wordt een onderscheid gemaakt tussen de eerste, tweede en derde of later generaties om aan te geven welke generatie de eigendom bezit of het management in handen heeft. Tevens worden er in de dataset nog twee extra variabelen aangemaakt om na te gaan welke generatie de oudste is op het moment van de observatie, genaamd *GeneratieEigendomlaagste* en *GeneratieMGMLaagste*. Indien een vorige generatie nog deels de eigendom bezit of het management in handen heeft, zal in die generatie getest worden of deze onafhankelijke variabelen invloed uitoefenen op de afhankelijke variabelen, namelijk de verschillende schuldgraden. Dit omdat de oudste generatie het meeste zeggenschap heeft doordat oprichters hun opvolgers dikwijls niet bekwaam genoeg vinden (Davis Harveston, 1999).

Aan de hand van de onafhankelijke variabele *GeneratieEigendomlaagste* kan een dummyvariabele *DummyGen1EIG* geconstrueerd worden om aan te geven of de eerste generatie de eigendom bezit. Op basis van deze onafhankelijke dummyvariabele kunnen we de schuldgraden van de verschillende generaties met elkaar vergelijken. Deze dummyvariabele heeft een waarde '1' als *GeneratieEigendomlaagste*=1 en een waarde '0' als *GeneratieEigendomlaagste* verschilt van een waarde '1'. Tevens kan *DummyGen2EIG* aangemaakt worden. Deze heeft ook een waarde '1' als *GeneratieEigendomlaagste*=2 en een waarde '0' als *GeneratieEigendomlaagste* verschilt van een waarde '2'.

Tot slot kan *DummyGen3EIG* geconstrueerd worden. Deze heeft eveneens een waarde '1' als *GeneratieEigendomlaagste*=3 en een waarde '0' als *GeneratieEigendomlaagste* verschilt van een waarde '3'.

De verdeling van deze dummyvariabele wordt geïllustreerd in onderstaande grafiek:

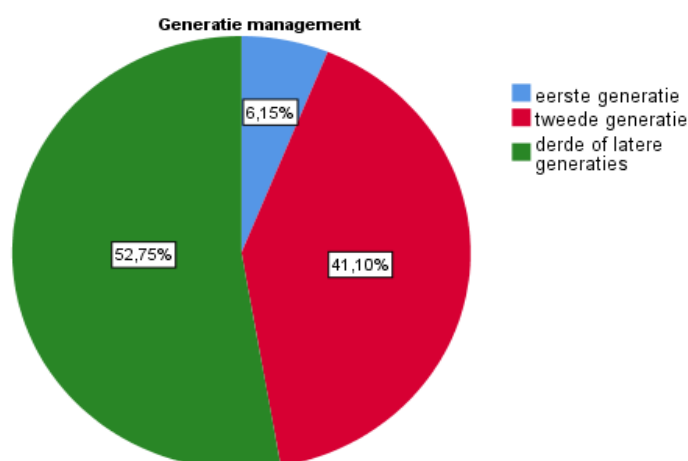


Figuur 12: verdeling generatie die de eigendom bezit

De dataset bestaat uit 11,65% familiebedrijven waarbij de eerste generatie de eigendom bezit, 39,81% waarbij de tweede generatie de eigendom bezit en tot slot 39,81% waarbij de derde of een latere generatie de eigendom bezit. Er zijn weinig respondenten uit de eerste generatie, wat vanzelfsprekend is, aangezien we de verandering in schuldgraad willen onderzoeken voor de tweede en derde of latere generaties.

Tevens worden er drie soortgelijke dummyvariabelen aangemaakt voor de generatie die het management in handen heeft, genaamd *DummyGen1MGM*, *DummyGen2MGM* en *DummyGen3MGM*, met dezelfde voorwaarden als de vorige dummyvariabelen, maar dan aangemaakt aan de hand van de onafhankelijke variabele *GeneratieMGMLaagste*.

Bijgevolg wordt de verdeling in een taartdiagram voorgesteld:



Figuur 13: verdeling generatie die het management in handen heeft

Bovenstaande figuur geeft aan dat er 6,15% van de familiebedrijven zijn waarbij de eerste generatie het management in handen heeft, 41,10% waarbij de tweede generatie het management in handen heeft en 52,75% waarbij de derde of een latere generatie het management in handen heeft. Opnieuw ondervinden we dat er in onze dataset veel minder familiebedrijven uit de eerste generatie komen dan uit latere generaties.

3.1.4 Controlevariabelen

Naast de afhankelijke en onafhankelijke variabelen zullen er ook nog enkele controlevariabelen opgenomen worden in de regressie, om te voorkomen dat er 'omitted bias' optreedt, waardoor er een vertekend beeld gegeven kan worden van de regressie. Deze controlevariabelen zijn onafhankelijke variabelen waarnaar, in tegenstelling tot de primaire onafhankelijke variabelen, geen onderzoek verricht zal worden. De controlevariabelen die in deze eindverhandeling opgenomen zullen worden zijn: winstgevendheid, groei, familiale CEO, leeftijd en grootte.

De controlevariabele *winstgevendheid* geeft aan hoe rendabel een familiebedrijf is. Deze variabele kan invloed hebben op de financiële structuur van een bedrijf. In de literatuur worden er verschillende proxies gebruikt om de winstgevendheid van een bedrijf te bepalen. Rajan en Zingales (1995) gebruiken de proxy $\frac{\text{operating cashflow}}{\text{totale activa}}$, Hall, Hutchinson en Michaelas (2004) gebruiken de verhouding $\frac{\text{brutowinst}}{\text{omzet}}$ en Titman en Wessels (1988) gebruiken twee ratios, namelijk $\frac{\text{bedrijfswinst}}{\text{omzet}}$ en $\frac{\text{brutowinst}}{\text{totale activa}}$. Private bedrijven zijn in België niet verplicht hun omzet bekend te maken, in tegenstelling tot beursgenoteerde bedrijven. Bovendien is bedrijfswinst belangrijker dan het financieel en uitzonderlijk resultaat in de context van terugbetalingscapaciteit van schulden. Bijgevolg maken we gebruik van de proxy $\frac{\text{brutowinst}}{\text{totale activa}}$ van Hall et al. (2004) om de winstgevendheid te bepalen.

Vervolgens wordt de controlevariabele *groei* opgenomen in het model. Groei kan tevens een invloed hebben op de kapitaalstructuur van een onderneming. Opnieuw zijn er verschillende proxies die de groei van een onderneming bepalen. Rajan en Zingales (1995) gebruiken de verhouding tussen de marktwaarde van de activa en de boekwaarde van de activa. Hall et al. (2004) daarentegen verkiezen de groei van de totale activa tussen twee jaren, alsook Titman en Wessels (1988) prefereren deze proxy. Titman & Wessels (1988) maken daarnaast ook gebruik van de proxies $\frac{R\&D}{omzet}$ en $\frac{CAPEX}{totale\ activa}$. In deze eindverhandeling maken we voor de variabele *groei* gebruik van de proxy die Hall et al. (2004) en Rajan en Zingales (1995) hanteren, namelijk $\frac{totale\ activa\ 2017 - totale\ activa\ 2016}{totale\ activa\ 2016}$, aangezien er voor private familiebedrijven vaak geen omzet bekend is, zoals reeds aangehaald is.

Daaropvolgend gebruiken we *Familiale CEO* als controlevariabele in ons regressiemodel. Een familiale CEO in een bedrijf maakt deel uit van de familiale controle. Deze variabele geeft aan of de CEO tot de familie behoort door een waarde '1' aan te geven wanneer de CEO lid is van de familie en een waarde '0' wanneer de CEO geen lid is van de familie. Deze controlevariabele heeft tevens een invloed op de financiële structuur van een bedrijf. Uit de Agency theorie blijkt dat een niet-familiale CEO meer schulden aangaat dan een familiale CEO. Door het gebruik van schulden te doen stijgen zal er minder free cashflow beschikbaar zijn waardoor CEO's minder vrijheid krijgen. Bijgevolg worden schulden gebruikt als een controlemechanisme (Jensen & Meckling, 1976).

Eenzijds kan de volgende controlevariabele *leeftijd* tevens een invloed hebben op de kapitaalstructuur van een familiale onderneming. Zo blijkt dat langdurige relaties met geldverschaffers de schuldgraad positief kunnen beïnvloeden (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Gersick, Davis, Hampton & Lansberg, 1997). Anderzijds kan er een meer risico-averse houding ontstaan wanneer een broer en zus het familiebedrijf overnemen waardoor de schuldgraad negatief beïnvloed kan worden. Dit komt doordat jonge generaties verliezen willen beperken, hun doelen niet altijd in lijn staan met elkaar en er conflicten ontstaan tussen familieleden (Miller, 2006; Schulze, 2003). Voor deze variabele wordt de leeftijd van de onderneming uit de Belfirst genomen in 2019. Door de heteroscedasticiteit van deze cijfers worden de logaritmen hiervan genomen.

Tot slot geeft variabele *grootte* aan hoe groot het bedrijf is. In de literatuur wordt bedrijfsgrootte op verschillende wijzen berekend. Enerzijds zijn er proxies die zich baseren op het aantal werknemers of omzet, anderzijds zijn er proxies die de bedrijfsgrootte bepalen aan de hand van de totale activa (Hall et al., 2004; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988). Aangezien er voor private familiebedrijven vaak geen omzet bekend is, zoals hiervoor reeds opgemerkt, kiezen we voor het aantal werknemers als proxy. Ook worden hier de logaritmen genomen van deze cijfers door de heteroscedasticiteit van de gegevens.

Om onze drie hypothesen te toetsen worden alle variabelen samen omgevormd tot een meervoudig regressiemodel. Het model luidt als volgt:

$$\text{Schuldgraad} = \beta_0 + \beta_1 \text{DummyGen2} + \beta_2 \text{DummyGen3} + \beta_3 \text{winstgevendheid} + \beta_4 \text{groei} + \beta_5 \text{familiale CEO} + \beta_6 \text{leeftijd} + \beta_7 \text{grootte} + \varepsilon$$

3.2 Beschrijvende analyse

3.2.1 Beschrijvende statistieken

Tabel 1: beschrijvende statistieken van de variabelen

	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
TOTschuldgraad	309	0,00	0,96	0,5583	0,5928	0,22890
KTschuldgraad	309	0,00	0,93	0,4088	0,3893	0,19897
LTschuldgraad	259	0,00	0,73	0,1694	0,1345	0,14875
TOTfinschuldgraad	309	0,00	0,73	0,1914	0,1601	0,16904
KTfinschuldgraad	309	0,00	0,49	0,0610	0,0099	0,09163
LTfinschuldgraad	309	0,00	0,73	0,1304	0,0811	0,14251
TOTkredietschuldgraad	123	0,00	0,38	0,1081	0,0684	0,10936
GeneratieEigendomlaagste	309	1,00	8,00	2,6246	2,0000	1,12880
GeneratieMGMLaagste	309	1,00	8,00	2,7379	3,0000	1,08377
ROA	309	-0,21	0,53	0,0554	0,0393	0,08987
groei	309	-0,53	1,32	0,0435	0,0216	0,17976
CEO_Fam	309	0,00	1,00	0,94	1,00	0,228
LNleeftijdBelfirst	309	1,39	4,50	3,5089	3,5835	0,50180
LNwerknemers	305	0,00	6,45	3,0520	3,0445	1,17252

In bovenstaande tabel worden de verschillende variabelen beschreven van het meervoudig regressiemodel. Hierbij worden een aantal kengetallen besproken, namelijk de frequentie, het minimum, het maximum, het gemiddelde, de mediaan en de standaardafwijking.

We merken op dat het gemiddelde van de totale schuldgraad relatief hoog is, namelijk 55,83%. Bijgevolg bestaat de gemiddelde financiële structuur van de familiebedrijven uit de dataset uit 55,83% schulden en 44,17% eigen vermogen. Indien we de schuldgraad grondiger gaan onderzoeken en bijgevolg de gemiddelde financiële schuldgraad bekijken, ondervinden we dat de gemiddelde kapitaalstructuur van de familiebedrijven uit 19,14% financiële schulden bestaat en 80,86% eigen vermogen. Wanneer we de schuldgraad nog nauwkeuriger gaan onderzoeken, merken we op dat de totale kredietschuldgraad, namelijk de bankschulden, een gemiddelde heeft van 10,81%. Het is

vanzelfsprekend dat deze gemiddelden telkens dalen wanneer we dieper in detail gaan betreffende de schulden.

De onafhankelijke variabele *GeneratieEigendomlaagste* heeft een gemiddelde van 2,6246. Dit is logisch aangezien niet veel familiebedrijven de overgang naar latere generaties overleven (Parrish et al., 2009). Dit is ook vergelijkbaar met de variabele *GeneratieMGMLaagste* aangezien deze een gemiddelde heeft van 2,7379. Het verschil tussen de taartdiagrammen en deze beschrijvende statistieken is dat we hier wel een onderscheid maken tussen de acht generaties, terwijl we bij de taartdiagrammen enkel het onderscheid maken tussen de eerste, de tweede en de derde of latere generaties.

De mediaan van de variabele *GeneratieEigendomlaagste* heeft een waarde '2'. Dit betekent dat bij 50% van de familiebedrijven uit onze data, de eigendom in handen is van de eerste of tweede generatie. Voor de generatie die het management in handen heeft, kent de mediaan een waarde van '3'. Bijgevolg is bij 50% van de familiebedrijven, het management in handen van de eerste, tweede of derde generatie.

Uit tabel 1 kan afgelezen worden dat de gemiddelde waarden meestal niet erg afwijken van de medianen. De gemiddelden worden dus niet sterk beïnvloed door extreme waarden. Dit is gedeeltelijk te verklaren door het verwijderen van de uitschieters uit de dataset. Hierdoor nemen ook de minima en maxima geen extreme waarden aan.

Tot slot blijkt uit het minimum van controlevariabelen *groei* en *winstgevendheid (ROA)* dat ze een negatief cijfer kunnen aannemen. Bijgevolg zijn er bedrijven in de dataset die verlies maken en achteruitgaan op het vlak van de totale activa. De controlevariabele *leeftijd* heeft een gemiddelde van bijna 60 jaar, dat betekent dat de meeste familiebedrijven al door verschillende generaties bestuurd zijn geweest aangezien de gemiddelde duurtijd van het aandeelhouderschap van één generatie in een familiebedrijf 24 jaar is (Beckhard and Dyer, 1983a).

3.2.2 Correlatie

Tabel 2: correlatietabel

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1. TOTschulddgraad	1																	
2. KTSchuldgraad	,760**	1																
3. LTSchuldgraad	,471**	-,258**	1															
4. TOTfinschuldgraad	,651**	,151**	,762**	1														
5. KTFinschuldgraad	,460**	,531**	-0,098	,538**	1													
6. LTFinschuldgraad	,476**	-,163**	,937**	,840**	-0,005	1												
7. kredietschuldgraad	,611**	,381**	,319**	,842**	,750**	,509**	1											
8. DummyGen1EIG	0,053	0,062	0,007	0,003	-0,021	0,017	-0,096	1										
9. DummyGen2EIG	0,011	0,001	-0,014	0,000	-0,013	0,008	-0,046	-,295**	1									
10. DummyGen3EIG	-0,045	-0,041	0,010	-0,002	0,026	-0,019	0,100	-,353**	-,790**	1								
11. DummyGen1MGM	0,013	0,073	-0,059	-0,050	0,032	-0,080	0,126	,579**	-,126*	-,249**	1							
12. DummyGen2MGM	0,042	0,012	0,026	0,022	-0,038	0,051	-0,150	0,107	,732**	-,785**	-,214**	1						
13. DummyGen3MGM	-0,047	-0,047	0,001	0,002	0,022	-0,012	0,079	-,384**	-,661**	,893**	-,270**	-,883**	1					
14. ROA	-,140*	-0,061	-0,095	-,251**	-,263**	-,129*	-,311**	0,014	-0,001	-0,008	-0,021	0,016	-0,006	1				
15. groei	0,035	0,002	0,061	0,024	-0,050	0,061	0,055	-0,028	0,095	-0,075	-0,051	0,074	-0,049	,145*	1			
16. CEO_Fam	-0,082	-0,022	-,127*	-,120*	-0,069	-0,098	-0,166	0,043	0,080	-0,106	0,062	0,086	-,115*	0,095	0,004	1		
17. LNleeftijdBelfirst	-,117*	-0,075	-0,066	-0,107	-0,089	-0,070	-0,053	-,217**	0,006	,133*	-,204**	-0,021	,119*	-0,051	,115*	-,120*	1	
18. LNwerknemers	,126*	,230**	-,167**	-0,102	-0,026	-0,104	0,149	0,004	0,056	-0,058	0,070	0,031	-0,064	-0,005	0,088	-,166**	,228**	1

** De correlatie is significant op een significantieniveau van 0.01 (tweezijdig).

* De correlatie is significant op een significantieniveau van 0.05 (tweezijdig).

Bovenstaande correlatietabel analyseert iedere variabele afzonderlijk, zonder invloed van de andere variabelen. De correlatiecoëfficiënt tussen twee variabelen is een maat voor de sterkte en de richting van het verband tussen deze twee variabelen. Deze coëfficiënt kan variëren tussen -1 en 1 waarbij de absolute waarde '1' betekent dat er een rechtstreeks lineair verband bestaat, in tegenstelling tot een correlatie van '0' waarbij er geen enkel verband is tussen de twee variabelen. Indien de correlatie significant is, kan er al een beeld geschetst worden van het verband. Bijgevolg krijgen we al een idee van de uitkomst van de verschillende hypothesen. Er mogen echter geen definitieve conclusies getrokken worden op basis van deze correlatietabel, hiervoor moeten we het meervoudig regressiemodel analyseren in het laatste deel van de empirische studie.

Uit de correlatiematrix blijkt dat er in geen enkel geval significante correlaties zijn tussen de afhankelijke variabelen en de onafhankelijke variabelen. Vervolgens zullen er in het regressiemodel waarschijnlijk ook niet veel significante resultaten zijn met betrekking tot de verschillende generaties. De verschillende schuldgraden hebben echter wel significant positieve correlaties met elkaar, behalve de verschillende schuldgraden op korte en lange termijn onderling, zij vertonen significant negatieve coëfficiënten. De correlaties tussen de afhankelijke variabelen zijn meestal vrij hoog, maar dit vormt natuurlijk geen probleem aangezien ze nooit samen als afhankelijke variabele gebruikt zullen worden in een regressiemodel.

We merken op dat de controlevariabele *winstgevendheid* veel significante correlaties vertoont met de andere variabelen. Enerzijds is er een significant positief verband tussen winstgevendheid en groei. Hoe winstgevender een familiebedrijf is, hoe meer het jaarlijks groeit. Anderzijds is er een significant negatieve relatie tussen winstgevendheid en de verschillende schuldgraden, dit wil zeggen dat hoe winstgevender een bedrijf is, hoe lager de schuldgraad van dit bedrijf is. Dit kan mogelijk verklaard worden door het feit dat nieuwe investeringen gefinancierd kunnen worden met ingehouden winsten.

Vervolgens ondervinden we significant negatieve verbanden tussen de controlevariabele *CEO_fam* en *de schuldgraad op lange termijn* en *de totale financiële schuldgraad*. Indien de CEO van een familiebedrijf lid is van de familie, zal het bedrijf een lagere schuldgraad hebben dan wanneer de CEO geen lid is van de familie. Dit wordt bevestigd in de literatuur aangezien het uit de Agency theorie blijkt dat een niet-familiale CEO meer schulden aangaat dan een familiale CEO (Jensen & Meckling, 1976). Tevens is er een significant positieve correlatie tussen de controlevariabele *CEO_fam* en de onafhankelijke variabele *DummyGen3MGM*. Er zullen dus minder familiale CEO's in het management zitten in derde of latere generaties dan in de eerste generatie, wat vanzelfsprekend is aangezien er bij elke overgang van een familiebedrijf meer spreiding van het leiderschap ontstaat (Schulze, 2003).

De controlevariabele *LNleeftijdBelfirst* vertoont ook enkele significante correlaties. Deze variabele heeft een significant negatieve relatie met de totale schuldgraad, dit betekent dat hoe ouder het bedrijf wordt, hoe lager de schuldgraad van dit bedrijf wordt. Dit resultaat ligt in lijn met hypothese 1a. We mogen

desondanks deze hypothese niet bevestigen op basis van deze correlaties. Bovendien hebben leeftijd en generatie niet dezelfde definitie. Vervolgens is er een significant positieve correlatie tussen leeftijd en groei. Naarmate een familiebedrijf ouder wordt, zal het meer groeien.

Tot slot vertoont de controlevariabele *LNwerknemers* een significant positieve correlatie met de schuldgraad op korte termijn, terwijl het een significante negatieve relatie heeft met schulden op lange termijn. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat grootte bedrijven meer schulden op korte termijn hebben zoals belastingen, bezoldigingen en sociale lasten dan kleine bedrijven. Anderzijds kan het zijn dat grootte bedrijven minder achtergestelde leningen hebben omdat ze meer middelen beschikbaar hebben.

3.3 Univariate analyse

In de univariate analyse gaan we aan de hand van t-testen de gemiddelde waarden vergelijken van twee verschillende groepen en nagaan of ze significant verschillen. We gaan telkens de afhankelijke variabelen toetsen aan de verschillende generaties die de eigendom of management in handen hebben. Bijgevolg vergelijken we de eerste met de tweede generatie, de tweede met de derde of latere generaties en tot slot de eerste met de derde of latere generaties. De t-test zal hier dus nagaan of er een significant verschil is in de gemiddelde schuldgraad tussen de verschillende generaties, zonder invloed van de andere variabelen. We gebruiken Levene's test om te kijken of er gelijke of verschillende varianties zijn binnen de generaties. Vervolgens onderzoeken we de p-waarde om te zien of er een significant verschil is tussen de gemiddelden van de schuldgraden in de verschillende generaties. We voeren eerst t-testen uit op de verschillen tussen de generaties die de eigendom bezitten en daarna tussen de generaties die het management in handen hebben.

Bijgevolg bekomen we onderstaande resultaten:

Tabel 3: t-testen generatie die de eigendom bezit

	gemiddelde generatie 1	gemiddelde generatie 2	gemiddelde generatie 3+	p-waarde 1 vs 2	p-waarde 1 vs 3+	p-waarde 2 vs 3+
schuldgraad korte termijn	44,28%	40,91%	40,04%	37,2%	25,1%	71,9%
schuldgraad lange termijn	17,22%	16,68%	17,09%	86,0%	96,7%	83,7%
Totale schuldgraad	59,19%	56,14%	54,76%	47,1%	23,8%	62,8%

Tabel 4: t-testen generatie die de eigendom bezit

	gemiddelde generatie 1	gemiddelde generatie 2	gemiddelde generatie 3+	p-waarde 1 vs 2	p-waarde 1 vs 3+	p-waarde 2 vs 3+
Financiële schuldgraad korte termijn	5,57%	5,96%	6,35%	80,7%	67,3%	72,4%
Financiële schuldgraad lange termijn	13,71%	13,18%	12,76%	84,6%	71,7%	81,0%
Totale financiële schuldgraad	19,29%	19,13%	19,11%	96,1%	95,6%	99,1%
Totale kredietschuldgraad	7,46%	10,24%	11,95%	37,6%	26,5%	40,3%

Om te na te gaan of er significante verschillen zijn tussen twee generaties, analyseren we de laatste drie kolommen. Er kan vanuit tabel 3 en tabel 4 vastgesteld worden dat er geen significante verschillen zijn tussen de gemiddelde schuldgraden binnen de verschillende generaties die het eigendom bezitten aangezien al de p-waarden hoger zijn dan 10%. De resultaten zouden echter anders kunnen zijn indien er ook rekening gehouden wordt met andere variabelen die invloed hebben op de financiële structuur van familiebedrijven. Hiervoor zullen er dus regressies uitgevoerd moeten worden.

Tabel 5: t-testen generatie die het management in handen heeft

	gemiddelde generatie 1	gemiddelde generatie 2	gemiddelde generatie 3+	p-waarde 1 vs 2	p-waarde 1 vs 3+	p-waarde 2 vs 3+
schuldgraad korte termijn	46,52%	41,17%	40,00%	27,5%	18,3%	61,7%
schuldgraad lange termijn	13,30%	17,40%	16,95%	16,1%	19,7%	81,8%
Totale schuldgraad	56,97%	56,97%	54,80%	99,9%	70,1%	42,3%

Tabel 6: t-testen generatie die het management in handen heeft

	gemiddelde generatie 1	gemiddelde generatie 2	gemiddelde generatie 3+	p-waarde 1 vs 2	p-waarde 1 vs 3+	p-waarde 2 vs 3+
Financiële schuldgraad korte termijn	7,24%	5,69%	6,29%	45,7%	69,1%	57,7%
Financiële schuldgraad lange termijn	8,61%	13,90%	12,88%	14,3%	19,6%	55,3%
Totale financiële schuldgraad	15,85%	19,59%	19,18%	37,6%	41,1%	83,8%
Totale kredietschuldgraad	15,41%	8,83%	11,65%	14,8%	35,7%	15,5%

Opnieuw analyseren we de laatste drie kolommen om na te gaan of er significante verschillen zijn tussen de verschillende generaties. Uit bovenstaande tabellen stellen we vast dat er ook geen significante verschillen zijn tussen de gemiddelde schuldgraden binnen de verschillende generaties die het management in handen hebben aangezien al de p-waarden hoger zijn dan 10%. De resultaten zouden eveneens anders kunnen zijn indien er gecorrigeerd zou worden naar de andere variabelen die invloed hebben op de financiële structuur van familiebedrijven. Hiervoor zullen er dus tevens regressies uitgevoerd moeten worden.

3.4 Multivariate analyse

3.4.1 Regressie analyse

Om de gestelde hypothesen te testen, worden er verscheidene regressies uitgevoerd. In deze masterproef maken we gebruik van het lineair meervoudig regressiemodel of met andere woorden het ordinary least square regressiemodel (OLS), beschreven in onderstaande tabellen. Aan de hand van de resultaten van deze regressies, zal duidelijk worden of de hypothesen bevestigd of verworpen kunnen worden. Hiervoor zullen we gebruik maken van een significantieniveau van 10%.

Aan de hand van de dummyvariabelen van de verschillende generaties die de eigendom of management in handen hebben, kunnen we nagaan of er een significant verschil is in de financiële structuur van familiebedrijven uit de eerste generatie, de tweede generatie en de derde of latere generaties. De verschillende controlevariabelen worden ook opgenomen in de regressies om omitted bias te voorkomen. In deze regressieanalyse wordt dus, in tegenstelling tot voorgaande t-testen en correlaties, wel gecorrigeerd voor de potentiële invloed van de andere variabelen. De coëfficiënten in onderstaande tabellen geven het verband weer tussen de twee variabelen indien alle andere variabelen constant worden gehouden in het model.

We analyseren onderstaand regressiemodel:

$$\text{Schuldgraad} = \beta_0 + \beta_1 \text{DummyGen2} + \beta_2 \text{DummyGen3} + \beta_3 \text{winstgevendheid} + \beta_4 \text{groei} + \beta_5 \text{familiale CEO} + \beta_6 \text{leeftijd} + \beta_7 \text{grootte} + \varepsilon$$

We zullen een aantal regressies uitvoeren op de verschillende afhankelijke variabelen waarbij we een onderscheid maken tussen de generatie die de eigendom bezit en de generatie die het management in handen heeft. Volgende hypothesen zullen getoetst worden:

Hypothese 1a: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe lager de schuldgraad van dit familiebedrijf.

Hypothese 1b: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe hoger de schuldgraad van dit familiebedrijf.

Hypothese 2: Familiebedrijven in handen van de tweede generatie hebben een lagere schuldgraad vergeleken met de eerste en de derde of latere generaties.

We onderzoeken eerst de regressies op de verschillende afhankelijke variabelen met de onafhankelijke variabele *generatie die de eigendom bezit* en de verschillende controlevariabelen. Bijgevolg onderzochten we bovenstaande hypothesen in onderstaande tabellen:

Tabel 7: regressieresultaten generatie die de eigendom bezit

	schuldgraad korte termijn			schuldgraad lange termijn			totale schuldgraad		
	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF
(constant)	0,498	0,000		0,468	0,000		0,875	0,000	
DummyGen2EIG	-0,022	0,561	2,867	-0,005	0,881	2,857	-0,011	0,794	2,867
DummyGen3EIG	-0,027	0,475	2,943	-0,003	0,926	2,910	-0,023	0,588	2,943
ROA	-0,177	0,157	1,037	-0,201	0,066	1,051	-0,421	0,004	1,037
groei	-0,003	0,959	1,050	0,089	0,077	1,062	0,071	0,320	1,050
CEO_Fam	0,009	0,859	1,057	-0,107	0,010	1,060	-0,066	0,244	1,057
LNleeftijdBelfirst	-0,057	0,016	1,146	-0,031	0,112	1,128	-0,087	0,002	1,146
LNwerknemers	0,044	0,000	1,094	-0,025	0,003	1,069	0,029	0,010	1,094
Adjusted R square	0,061			0,053			0,058		
Model sig.	0,001			0,005			0,001		

In tabel 7 en 8 gaan we de verschillende regressies uitvoeren met de onafhankelijke variabele *generatie die de eigendom bezit*. De regressie voor de afhankelijke variabele *schuldgraad op korte termijn* is significant met een p-waarde van 0,001. Bovendien wordt het model voor 6,1% verklaard door de onafhankelijke variabelen. Aangezien alle VIF-factoren laag genoeg zijn, is multicollineariteit in deze regressie geen probleem. Het model vertoont enerzijds geen significante resultaten voor de verschillende generaties, anderzijds merken we wel significante resultaten op voor de variabelen *LNleeftijdBelfirst* en *LNwerknemers*.

Er is een significant negatieve coëfficiënt voor leeftijd, dit wil zeggen dat hoe ouder een familiebedrijf is, hoe minder schulden het op korte termijn aangaat. Dit resultaat ligt in lijn met hypothese 1a, waarbij aangegeven wordt dat hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe lager de schuldgraad van dit familiebedrijf, maar deze wordt hierdoor nog niet bevestigd. Leeftijd en generatie hebben niet dezelfde definitie, zoals aangegeven in de beschrijving van de variabelen. Een mogelijke oorzaak voor deze uitkomst is dat opvolgers een meer risico-averse houding gaan aannemen dan hun ouders (Kayne & Hamilton, 2004).

Daarnaast is er een significant positieve coëfficiënt voor de variabele *LNwerknemers*, wat de grootte van een bedrijf aangeeft. Bijgevolg zullen grote bedrijven meer schulden op korte termijn aangaan. Dit kan verklaard worden door het feit dat oude bedrijven gemakkelijker aan schuldfinanciering geraken dan jonge bedrijven door de lange relaties met geldverschaffers (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Gersick, Davis, Hampton & Lansberg, 1997).

De volgende regressie, met de afhankelijke variabele *schuldgraad op lange termijn*, is significant met een p-waarde van 0,005. Daarenboven wordt het model voor 5,3% verklaard door de onafhankelijke variabelen. Aangezien alle VIF-factoren opnieuw laag genoeg zijn, is multicollineariteit in deze regressie geen probleem. Het model vertoont enerzijds geen significante resultaten voor de verschillende generaties, anderzijds merken we wel significante resultaten op voor de variabelen *ROA*, *groei CEO_Fam* en *LNwerknemers*.

De variabele *winstgevendheid*, berekend aan de hand van de proxy *ROA*, vertoont een significant negatieve coëfficiënt. Naarmate bedrijven meer winst maken, zullen ze minder schulden op lange termijn aangaan. Dit kan mogelijk verklaard worden door het feit dat nieuwe investeringen gefinancierd kunnen worden met ingehouden winsten. Daarnaast is er een significant positieve coëfficiënt voor de variabele *groei*, dit wil zeggen dat hoe meer een bedrijf groeit, hoe meer schulden het zal aangaan om deze groei te realiseren. Vervolgens is er een significant negatieve coëfficiënt voor de variabele *CEO_fam*. Bijgevolg zal een familiebedrijf minder schulden op lange termijn aangaan indien de CEO van dit familiebedrijf lid van de familie is. Dit wordt bevestigd in de literatuur aangezien het uit de Agency theorie blijkt dat een niet-familiale CEO meer schulden aangaat dan een familiale CEO (Jensen & Meckling, 1976). Tot slot is er, in tegenstelling tot bij de schuldgraad op korte termijn, een significant

negatieve coëfficiënt voor de controlevariabele grootte. Grote bedrijven zullen dus op lange termijn minder schulden aangaan dan kleine bedrijven.

Ten slotte is het model significant voor de regressie met de afhankelijke variabele *totale schuldgraad*. Bovendien wordt het model voor 5,8% verklaard door de onafhankelijke variabelen. Aangezien alle VIF-factoren laag genoeg zijn, is multicollineariteit in deze regressie tevens geen probleem. Het model vertoont ook geen significante resultaten voor de verschillende generaties, terwijl we wel significante resultaten ondervinden voor de variabelen *ROA*, *LNleeftijdBelfirst* en *LNwerknemers*.

Eenzijds blijkt dat we uit dit regressiemodel dezelfde resultaten bekomen als vorige regressies voor de significante coëfficiënten voor de variabelen *ROA* en *LNleeftijdBelfirst*. Anderzijds merken we op dat de grootte van een familiebedrijf, berekend aan de hand van het aantal werknemers, in lijn ligt met het resultaat bij deschuldgraad op korte termijn.

Tabel 8: regressieresultaten generatie die de eigendom bezit

	financiële schuldgraad korte termijn			financiële schuldgraad lange termijn			totale financiële schuldgraad			totale kredietschuldgraad		
	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF
(constant)	0,163	0,000		0,341	0,000		0,504	0,000		0,174	0,034	
DummyGen2EIG	0,008	0,648	2,867	0,000	0,989	2,867	0,008	0,797	2,867	0,060	0,092	3,730
DummyGen3EIG	0,008	0,619	2,943	-0,006	0,839	2,943	0,003	0,928	2,943	0,071	0,047	3,852
ROA	-0,268	0,000	1,037	-0,227	0,014	1,037	-0,495	0,000	1,037	-0,524	0,000	1,069
groei	-0,003	0,912	1,050	0,079	0,086	1,050	0,076	0,150	1,050	0,054	0,282	1,014
CEO_Fam	-0,024	0,289	1,057	-0,071	0,049	1,057	-0,095	0,022	1,057	-0,034	0,274	1,096
LNleeftijdBelfirst	-0,020	0,063	1,146	-0,025	0,152	1,146	-0,045	0,025	1,146	-0,054	0,019	1,400
LNwerknemers	-0,001	0,852	1,094	-0,014	0,054	1,094	-0,015	0,075	1,094	0,031	0,001	1,350
Adjusted R square	0,000			0,033			0,088			0,159		
Model sig.	0,064			0,017			0,000			0,000		

Vervolgens analyseren we de regressies voor de financiële schuldgraad op korte en lange termijn, de totale financiële schuldgraad en tot slot de totale kredietschuldgraad. Bij deze schulden gaan we dus steeds dieper in detail richting de kredietschulden, namelijk de bankschulden. Alle modellen zijn significant aangezien al de p-waarden kleiner zijn dan 10%. Voor de financiële schuldgraad op korte termijn bedraagt de aangepaste R^2 6,4%. Dit model verklaart aldus 6,4% van de variatie in de financiële schuldgraad op korte termijn. Het regressiemodel voor de financiële schuldgraad op lange termijn heeft een aangepaste R^2 van 3,3%, dit wil zeggen dat de onafhankelijke variabelen deze schuldgraad slechts voor 3,3% verklaren. De totale financiële schuldgraad wordt voor 8,8% verklaard door de onafhankelijke variabelen. Tot slot heeft de totale kredietschuldgraad een hogere aangepaste R^2 , namelijk 15,9%, waardoor dit een beter regressiemodel vormt. Al de VIF-factoren van alle modellen zijn voldoende laag zodat er geen problemen optreden met betrekking tot multicollineariteit.

Het eerste model in tabel 8, namelijk de regressie met de financiële schuldgraad op korte termijn, vertoont enerzijds geen significante resultaten voor de verschillende generaties die het eigendom bezitten, anderzijds ondervinden we wel significante resultaten voor de variabelen *ROA* en *LNleeftijdBelfirst*. We merken op dat er significant negatieve coëfficiënten zijn voor beide variabelen.

De variabele *winstgevendheid (ROA)* vertoont een significant negatieve coëfficiënt. Naarmate bedrijven meer winst maken, zullen ze minder schulden op lange termijn aangaan, zoals reeds aangetoond voor de schuldgraad op korte termijn. Daarnaast is er een significant negatieve coëfficiënt voor *leeftijd*, dit wil zeggen dat hoe ouder een familiebedrijf is, hoe minder schulden het op korte termijn aangaat.

Het volgende model in tabel 8, namelijk de regressie met de financiële schuldgraad op lange termijn, vertoont aan de ene kant geen significante resultaten voor de verschillende generaties, maar aan de andere kant zien we wel significante resultaten voor de variabelen *ROA*, *groei*, *CEO_Fam* en *LNwerknemers*. Uit bovenstaande tabel blijkt dat er significant negatieve coëfficiënten zijn voor al deze variabelen, uitgezonderd voor groei waar er wel een significant positieve coëfficiënt is. We merken op dat deze resultaten overeenkomen met de resultaten van de regressie met de schuldgraad op lange termijn. De significante resultaten uit deze regressie komen overeen met de resultaten van de regressie met de totale financiële schuldgraad.

Tot slot bespreken we het laatste model, namelijk de regressie met de afhankelijke variabele *totale kredietschuldgraad*. Dit model vertoont wel significante resultaten voor de verschillende generaties. Er zijn significant positieve coëfficiënten voor beide onafhankelijke variabelen, namelijk de tweede en derde of latere generaties die de eigendom bezitten. Indien de tweede generatie van een familiebedrijf de eigendom bezit, gaat de kredietschuldgraad stijgen ten opzichte van de eerste generatie. Indien een familiebedrijf zich bevindt in de derde of latere generaties, gaat de kredietschuldgraad eveneens stijgen ten opzicht van de eerste generatie. Bijgevolg hebben we ook het verband tussen de tweede en derde of latere generaties onderzocht. Deze resultaten zijn echter niet significant. Vervolgens kunnen we

hypothese 2, waarbij verondersteld wordt dat de tweede generatie een lagere schuldgraad heeft dan de eerste en de derde of latere generaties, niet bevestigen aangezien we enkel confirmatie hebben over het feit dat de tweede generatie een lagere schuldgraad heeft dan de eerste generatie. We kunnen enerzijds wel besluiten dat de eerste generatie die de eigendom bezit, minder schulden aangaat ten opzichte van latere generaties. Anderzijds kunnen we het verband tussen latere generaties onderling niet bevestigen.

Daarnaast heeft het regressiemodel met de totale kredietschulden aan de ene kant significant negatieve coëfficiënten voor de controlevariabelen *winstgevendheid en leeftijd* en aan de andere kant een significant positieve coëfficiënt voor *grootte*. Naarmate familiebedrijven meer winst maken, zullen ze minder kredietschulden aangaan aangezien ze mogelijk meer interne middelen beschikbaar hebben. Voor leeftijd constateren we dat hoe ouder een familiebedrijf wordt, hoe minder kredietschulden het aangaat. Dit kan eveneens te danken zijn aan het feit dat er eventueel meer interne middelen beschikbaar zijn naarmate bedrijven ouder worden. Dit ligt opnieuw in lijn met hypothese 1a, maar we kunnen dit niet bevestigen aan de hand van de variabele *leeftijd*. Tot slot blijkt dat hoe groter een familiebedrijf is, hoe meer kredietschulden het aangaat aangezien ze hier gemakkelijker aan geraken door een lager faillissementsrisico en de lange contractuele relaties met de kredietinstellingen (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Gersick, Davis, Hampton & Lansberg, 1997).

Tabel 9: regressieresultaten generatie die het management in handen heeft

	schuldgraad korte termijn			schuldgraad lange termijn			totale schuldgraad		
	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF
(constant)	0,499	0,000		0,445	0,000		0,842	0,000	
DummyGen2MGM	-0,012	0,811	4,703	0,027	0,525	5,238	0,050	0,370	4,703
DummyGen3MGM	-0,022	0,645	4,818	0,021	0,624	5,329	0,027	0,632	4,818
ROA	-0,176	0,159	1,038	-0,200	0,067	1,052	-0,425	0,003	1,038
groei	-0,003	0,962	1,048	0,086	0,087	1,064	0,068	0,341	1,048
CEO_Fam	0,007	0,885	1,060	-0,107	0,010	1,064	-0,065	0,247	1,060
LNleeftijdBelfirst	-0,058	0,014	1,143	-0,033	0,095	1,120	-0,093	0,001	1,143
LNwerknemers	0,044	0,000	1,109	-0,024	0,005	1,098	0,030	0,008	1,109
Adjusted R square	0,060			0,054			0,061		
Model sig.	0,010			0,004			0,001		

In tabel 9 en 10 gaan we dezelfde regressies uitvoeren, maar dan met de onafhankelijke variabele *generatie die het management in handen heeft*, aangezien de literatuur ons leert dat het maken van het onderscheid tussen eigendom en management fundamenteel is (Sund, Melin & Haag, 2015). Vervolgens analyseren we de regressies voor de schuldgraad op korte en lange termijn en de totale schuldgraad. Deze drie regressiemodellen zijn significant aangezien al de p-waarden kleiner zijn dan 10%. Voor de schuldgraad op korte termijn bedraagt de aangepaste R^2 6%. De schuldgraad op korte termijn wordt dus voor 6% verklaard aan de hand van de onafhankelijke variabelen. Daarnaast heeft de schuldgraad op lange termijn een aangepaste R^2 van 5,4%. Tot slot wordt de totale schuldgraad voor 6,1% verklaard door de onafhankelijke variabelen. De VIF-factoren van de verschillende modellen zijn voldoende laag zodat er geen probleem is met betrekking tot multicollineariteit.

Het eerste model uit bovenstaande tabel vertoont enerzijds geen significante resultaten voor de verschillende generaties, anderzijds ondervinden we wel significante resultaten voor de variabelen *LNleeftijdBelfirst* en *LNwerknemers*. Er is een significant negatieve coëfficiënt voor leeftijd en een significant positieve coëfficiënt voor grootte. Deze resultaten zijn hetzelfde als de voorgaande resultaten waarbij de onafhankelijke variabele *generatie die de eigendom bezit* wordt gebruikt.

Tot slot ondervinden we voor de regressie met de afhankelijke variabele *totale schuldgraad* dat er geen significante resultaten voor de verschillende generaties zijn, terwijl we wel significante resultaten opmerken voor de variabelen *ROA*, *LNleeftijdBelfirst* en *LNwerknemers*. Deze resultaten komen tevens overeen met de regressie uit tabel 7.

Tabel 10: regressieresultaten generatie die het management in handen heeft

	financiële schuldgraad korte termijn			financiële schuldgraad lange termijn			totale financiële schuldgraad			totale kredietschuldgraad		
	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF	coëfficiënt	p-waarde	VIF
(constant)	0,170	0,000		0,304	0,000		0,474	0,000		0,208	0,013	
DummyGen2MGM	-0,006	0,802	4,703	0,059	0,097	4,703	0,053	0,190	4,703	-0,032	0,395	4,149
DummyGen3MGM	-0,004	0,869	4,818	0,047	0,188	4,818	0,043	0,290	4,818	-0,012	0,749	4,302
ROA	-0,267	0,000	1,038	-0,232	0,012	1,038	-0,499	0,000	1,038	-0,500	0,000	1,085
groei	-0,003	0,921	1,048	0,076	0,098	1,048	0,073	0,165	1,048	0,061	0,224	1,020
CEO_Fam	-0,024	0,285	1,060	-0,069	0,055	1,060	-0,093	0,025	1,060	-0,037	0,237	1,112
LNleeftijdBelfirst	-0,018	0,088	1,143	-0,031	0,075	1,143	-0,049	0,014	1,143	-0,035	0,131	1,424
LNwerknemers	-0,001	0,813	1,109	-0,013	0,082	1,109	-0,014	0,100	1,109	0,026	0,009	1,387
Adjusted R square	0,063			0,042			0,093			0,140		
Model sig.	0,000			0,006			0,000			0,001		

Vervolgens analyseren we de regressies met de financiële schuldgraad op korte en lange termijn, de totale financiële schuldgraad en tot slot de totale kredietschuldgraad, opnieuw met de onafhankelijke variabele *generatie die het management in handen heeft*. Bij deze schulden gaan we dus steeds verder filteren tot we de kredietschulden bekomen. De regressiemodellen zijn eveneens significant. De financiële schuldgraad op korte termijn heeft een aangepaste R^2 van 6,3%, voor de financiële schuldgraad op lange termijn bedraagt de aangepaste R^2 4,2%, de totale financiële schuldgraad heeft een aangepaste R^2 van 9,3% en tot slot heeft de totale kredietschuldgraad een hogere aangepaste R^2 , namelijk 14%, waardoor dit een beter regressiemodel vormt. Al de VIF-factoren van alle modellen zijn voldoende laag zodat er geen problemen met betrekking tot multicollineariteit optreden.

Het eerste model in tabel 10, namelijk de regressie met de financiële schuldgraad op korte termijn, vertoont enerzijds geen significante resultaten voor de verschillende generaties, anderzijds ondervinden we wel significante resultaten voor de variabelen *ROA* en *LNleeftijdBelfirst*. We merken op dat er significant negatieve coëfficiënten zijn voor beide variabelen, zoals reeds besproken bij de vorige regressie voor deze afhankelijke variabele.

Het regressiemodel met de financiële schuldgraad op lange termijn daarentegen vertoont wel een significant positief resultaat voor de tweede generatie die het management in handen heeft. Bijgevolg zullen familiebedrijven waarbij de tweede generatie het management in handen heeft, meer financiële schulden op lange termijn aangaan dan wanneer de eerste generatie het management bezit. Het is opmerkelijk dat er bij de vorige regressie met de financiële schuldgraad op lange termijn geen significante coëfficiënten zijn. Dit kan te wijten zijn aan de verschillende soorten schulden, zoals achtergestelde leningen, obligatieleningen, leasingschulden,... waarbij eigenaars niet moet tussenkomen indien er beslissingen hierover genomen moeten worden. Deze beslissingen kunnen genomen worden op het managementniveau en bijgevolg zijn hiervoor geen significante verschillen tussen de generaties die het eigendom bezitten. Hypothese 1b kan echter niet bevestigd worden aangezien er geen significante resultaten zijn tussen de tweede en de derde of latere generaties. We kunnen wel besluiten dat de schuldgraad positief beïnvloedt wordt wanneer het management overgaat van de eerste naar de tweede generatie.

We merken op voor de regressie met de afhankelijke variabele totale financiële schuldgraad, dat de resultaten overeenkomen met de vorige regressie met deze variabele. Er is enkel een verschil voor de controle variabele *groei*, hiervoor is er in deze regressie geen significante coëfficiënt, in tegenstelling tot de vorige regressie.

Tot slot bespreken we het laatste model waarbij met de afhankelijke variabele *totale kredietschuldgraad*. Dit regressiemodel verschilt van de vorige regressie met deze variabele. We ondervinden slechts een significant negatief resultaat voor groei en een significant positief resultaat voor grootte, zoals reeds besproken in het vorig regressiemodel met de totale kredietschuldgraad. Het is opvallend dat dit model,

waarbij de onafhankelijke variabele gebaseerd is op de generatie die het management in handen heeft, geen significante resultaten vertoont, in tegenstelling tot de regressie met de kredietenschuldgraad waarbij voor de onafhankelijke variabele de proxy *generatie die de eigendom bezit* wordt gebruikt. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat er wel significante verschillen zijn tussen de generaties wanneer eigenaars belangrijke beslissingen moeten maken over de kredietenschulden. Deze specifieke bankschulden zullen stijgen door de kosten die gepaard gaan met successie, zoals erfbelastingen, consultatiekosten, dividenden,... (De Massis, Chua & Chrisman, 2008). Beslissingen hierover zullen enkel genomen worden op het niveau van de eigenaars en niet op het managementniveau, waardoor er enkel significante verschillen zijn tussen de generaties die de eigendom bezitten.

Bijgevolg kunnen we in onderstaande tabel de verschillende hypothesen samenvatten die we getoetst hebben in de regressieanalyse:

3.4.2 Besluit

Tabel 11: samenvatting resultaten empirisch onderzoek

Hypothese	Onafhankelijke variabele	Uitkomst
Hypothese 1a	Generatie die de eigendom bezit	Geen significantie, niet bevestigd
Hypothese 1b	Generatie die de eigendom bezit	Geen significantie, niet bevestigd
Hypothese 2:	Generatie die de eigendom bezit	Geen significantie, niet bevestigd
Hypothese 1a	Generatie die het management in handen heeft	Geen significantie, niet bevestigd
Hypothese 1b	Generatie die het management in handen heeft	Geen significantie, niet bevestigd
Hypothese 2:	Generatie die het management in handen heeft	Geen significantie, niet bevestigd

Deel 4 : Conclusies

4.1 Conclusie

In deze masterproef werd getracht een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvraag: Wat is de invloed van successie op de schuldgraad van familiebedrijven? Op deze manier konden we achterhalen hoe de kapitaalstructuur evolueerde na een familiale overdracht. Om een antwoord te bieden op deze onderzoeksvraag werd deze opgesplitst in drie deelvragen:

1. Wat is een familiebedrijf?
2. Wat is familiale opvolging?
3. Wat zijn de determinanten van schuldgraad?

De theoretische bevindingen werden enerzijds uitgebreid toegelicht in een literatuurstudie. Anderzijds werden deze bevindingen getoetst in een empirisch studie met een dataset van 345 Belgische familiebedrijven. De conclusies van deze studies worden in dit hoofdstuk samengevoegd.

Uit de literatuur konden we vaststellen dat onderzoekers eensgezind zijn over het begrip familiebedrijf wanneer de eigendom en het management in handen zijn van de familie. Er is duidelijk sprake van continuïteit over meerdere generaties heen en er is een sterke verwevenheid tussen bedrijf en familie.

Verder werd ook de familiale opvolging bestudeerd. Dit is een proces dat niet altijd perfect verloopt, bestaande uit de overdracht van het management en de eigendom. Het is fundamenteel om de splitsing te maken tussen deze twee vormen van opvolging. Het grootste struikelblok bij de overdracht van het management is het kiezen van een bekwame manager aangezien er dikwijls slechts een beperkt aantal kandidaten beschikbaar is. Bij de overdracht van de eigendom zijn de kosten zoals belastingen, compensaties en uitbetalingen de grootste complicaties. Tot slot vergt het een aanzienlijke voorbereiding om de overdracht succesvol tot stand te brengen.

In de literatuur is er heel wat onderzoek verricht naar de verschillende determinanten van de schuldgraad. Deze determinanten werden beschreven in de theorieën omtrent financieringskeuzes waarbij de optimale kapitaalstructuur bepaald werd. Modigliani en Miller beweren dat de optimale kapitaalstructuur uit 100% schulden bestaat, maar hierbij maken ze een aantal zeer beperkte assumpties. Jensen en Meckling ontwikkelden de Agency theorie waarbij schulden als een controlemechanisme beschouwd worden om de zogenaamde agency kosten te minimaliseren. De Trade-off theorie streeft naar een target kapitaalstructuur door de afweging te maken tussen de voor- en nadelen van schulden. Ten slotte hanteert het Pecking Order model een bepaalde volgorde betreffende financieringskeuzes die ondernemers prefereren.

Tot slot werd in de literatuur de impact van successie op de schuldgraad van een familiebedrijf onderzocht. Successie blijkt een zeer moeilijke oefening te zijn aangezien er maar weinig

familiebedrijven overleven in latere generaties. Tevens zijn er heel wat factoren die de schuldgraad beïnvloeden bij de verschillende generaties. Er kan enerzijds een negatieve relatie zijn tussen successie en de schuldgraad door een risico-averse houding, conflicten tussen familieleden, beperking van verliezen, controleverlies, behoud van welzijn en de wil om de familienaam staande te houden. Anderzijds is het mogelijk dat er een positief verband is tussen successie en schuldgraad. Dit kan een gevolg zijn van betrouwbare en langdurige relaties met geldverschaffers waardoor ze betere condities gaan aanbieden. Daarnaast kan dit positief verband te danken zijn aan de kosten die gepaard gaan met successie zoals belastingen, verhoogde dividenden of salarissen. Tot slot is er sprake van heterogeniteit binnen de verschillende intergenerationale overgangen van familiebedrijven op vlak van schuldgraad. Aan de ene kant blijkt het dat de schuldgraad negatief wordt beïnvloed door de overgang van de eerste naar de tweede generatie, aan de andere kant blijkt dit effect omgekeerd te zijn bij de overgang naar latere generaties. Door verspreiding van het leiderschap zal de schuldgraad dalen, terwijl door de nood aan externe financiële bronnen om de successie te bekostigen, de schuldgraad terug zal stijgen. De impact van familiale successie op de financiële structuur blijkt toch niet helemaal duidelijk uit de literatuur.

Bijgevolg stelden we de volgende hypothesen op om te testen in de empirische studie:

1. Hypothese 1a: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe lager de schuldgraad van dit familiebedrijf.
2. Hypothese 1b: Hoe meer opeenvolgende familiale generaties in een familiebedrijf, hoe hoger de schuldgraad van dit familiebedrijf.
3. Hypothese 2: Familiebedrijven in handen van de tweede generatie hebben een lagere schuldgraad vergeleken met de eerste en de derde of latere generaties.

Er was geen enkele regressie in staat om één van de drie hypothesen volledig te bevestigen. We zijn echter wel significante resultaten bekomen in ons onderzoek. In de regressieanalyse maakten we een onderscheid tussen de verschillende schuldgraden. Voor elke regressie maakten we ook het onderscheid tussen de generatie die de eigendom bezit of de generatie die het management in handen heeft.

We stelden vast dat leeftijd voor bijna alle verschillende regressies een significant negatieve coëfficiënt vertoonde. Dit wil zeggen dat hoe ouder een familiebedrijf is, hoe minder schulden het aangaat. Dit resultaat ligt in lijn met hypothese 1a. We mogen desondanks deze hypothese niet bevestigen aangezien leeftijd en generatie niet dezelfde definitie hebben. Mogelijke oorzaken voor deze uitkomst zijn: een meer risico-averse houding, verliezen beperken, conflicten, controle en continuïteit behouden. Het blijkt dus dat naast het relevante onderzoek van de overgang naar de volgende generatie een bijkomend onderzoek naar het verband tussen ouderdom van het familiaal bedrijf en schulden wenselijk is.

Uit ons onderzoek blijkt dat het model met de totale kredietschuldgraad significant positieve resultaten

vertoont voor het verband tussen de eerste en de tweede generatie, en de eerste en de derde of latere generaties die de eigendom in handen hebben. Indien de tweede generatie van een familiebedrijf de eigendom in handen heeft, gaat de kredietschuldgraad stijgen ten opzichte van de eerste generatie. Indien een familiebedrijf zich bevindt in handen van derde of latere generaties, gaat de kredietschuldgraad eveneens stijgen ten opzicht van de eerste generatie. Bijgevolg onderzochten we ook het verband tussen de tweede en derde of latere generaties. Deze resultaten bleken echter niet significant. Vervolgens kunnen we hypothese 2 niet bevestigen aangezien we enkel confirmatie hebben over het feit dat de tweede generatie een lagere schuldgraad heeft dan de eerste generatie. We kunnen enerzijds wel besluiten dat de eerste generatie die de eigendom bezit, minder schulden aangaat ten opzichte van latere generaties. Anderzijds kunnen we het verband tussen latere generaties onderling niet bevestigen.

Het is opvallend dat het regressiemodel, waarbij de onafhankelijke variabele gebaseerd is op de generatie die het management in handen heeft, geen significante resultaten vertoont, in tegenstelling tot de regressie met de kredietschuldgraad waarbij voor de onafhankelijke variabele de proxy *generatie die de eigendom bezit* wordt gebruikt. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat er wel significante verschillen zijn tussen de generaties wanneer eigenaars belangrijke beslissingen moeten nemen over de kredietschulden. Deze specifieke bankschulden zullen stijgen door de kosten die gepaard gaan met successie, zoals erfenisbelastingen, consultatiekosten, dividenden,... Beslissingen hierover zullen enkel genomen worden op het niveau van de eigenaars en niet op het managementniveau, waardoor er enkel significante verschillen zijn tussen de generaties die de eigendom bezitten.

Hiernaast werd voor de financiële schuldgraad eveneens een significant positieve resultaat gevonden, voor de tweede generatie die het management bezit. Familiebedrijven waarbij de tweede generatie het management in handen heeft, zullen meer financiële schulden op lange termijn aangaan dan wanneer de eerste generatie het management bezit. Het is opmerkelijk dat er bij dezelfde regressie met de onafhankelijke variabele *generatie die de eigendom in handen heeft* geen significante coëfficiënten zijn. Dit kan te wijten zijn aan de verschillende soorten schulden, zoals achtergestelde leningen, obligatieleningen, leasingschulden,... waarbij eigenaars niet moet tussenkomen indien er beslissingen hierover genomen moeten worden. Deze beslissingen kunnen genomen worden op het managementniveau. Hypothese 1b kan echter niet bevestigd worden aangezien er geen significante resultaten zijn voor de derde of latere generaties. We kunnen wel besluiten dat de schuldgraad positief beïnvloedt wordt wanneer het management overgaat van de eerste naar de tweede generatie.

4.2 Beperkingen

In deze sectie worden enkele beperkingen van ons onderzoek besproken. Een limitatie van ons onderzoek was dat we gebruik maakten van cross-sectionele data en niet van paneldata. We onderzochten dus verschillende bedrijven op eenzelfde tijdstip, terwijl we bij paneldata een bedrijf over verschillende jaren heen zouden onderzoeken. Paneldata zou meer overeenstemmen met ons onderzoek

aangezien we de invloed van successie doorheen de verschillende generaties wilden onderzoeken. Daarnaast zijn er relatief weinig respondenten waarbij de eerste generatie de eigenaar is van het familiebedrijf terwijl we telkens de relatie onderzoeken beginnende vanuit de eerste generatie. Bovendien werd er geen opsplitsing gemaakt tussen private en publieke familiebedrijven terwijl dit onderscheid van groot belang is. Tot slot was er vooral verouderde, buitenlandse (Amerikaanse) literatuur beschikbaar waardoor dit beeld niet altijd overeenkomt met de huidige Belgische situatie.

4.3 Aanbevelingen

Deze masterproef behandelt slechts een onderdeel van financieringskeuzes binnen de verschillende generaties van familiebedrijven. Er is bijgevolg nog voldoende ruimte om verder onderzoek te doen naar groei, bedrijfsprestaties, risico's,... waarbij het onderscheid tussen private en publieke familiebedrijven gemaakt zou moeten worden. Tevens zou de splitsing gemaakt kunnen worden tussen interne en externe financiering in een bijkomend onderzoek. Het bleek dat ouderdom meer significantie vertoonde in ons onderzoek en bijgevolg zou tevens hiernaar onderzoek gedaan kunnen worden. Daarnaast zou er ook een grotere dataset gebruikt kunnen worden waarbij onderscheid gemaakt moet worden tussen private en publieke familiebedrijven

Lijst van geraadpleegde werken

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

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

Beckhard, R., & Dyer, W. G. (1983). Managing continuity in the family-owned business. *Organizational Dynamics*, 12(1), 5-12.

Beckhard, R., and Dyer, W. (1983a). "Managing Change in the Family Firm—Issues and Strategies." *Sloan Management Review*, 1983a, 24, 59-65 .

Bjuggren, P., & Sund, L. (2001). Strategic decision making in intergenerational successions of small and medium-size familyowned businesses. *Family Business Review*, 14, 11-23.

Bjuggren, P., & Sund, L. (2005). Organization of transfers ofsmall and medium-sized enterprises within the family: Tax law considerations. *Family Business Review*, 18, 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, 199-213.

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

Cloostermans, G. (2017). "Helpt familiebedrijven niet klaar voor generatiewissel: "dramatisch". *Het Belang Van Limburg*.

Cotei, C., Farhat, J., & Abugri, B. (2011). Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter? *Managerial Finance*, 37(8), 715-735.

Davis, P. S., & Harveston, P. D. (1999). In the founder's shadow: Conflict in the family firm. *Family Business Review*, 12, 311-323.

De Angelo, H. & Masulis, R.W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.

De Massis, A., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2008). Factors preventing intra-family succession. *Family Business Review*, 21, 183-199.

Desmet, L. (2008b, 4 november). 50 grootste Belgische familiebedrijven doorgelicht. *Trends*. Opgevraagd op 22 maart, 2011, via <http://trends.rnews.be/nl/economie/nieuws/bedrijven/50-grootste-belgische-familiebedrijven-doorgelicht/article-1194635602266.htm#>.

Donckels, R. & Fröhlich, E. (1991). Are family business really different? European experiences from Stratos. *Family Business Review*, 4(2), 149-160.

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

Gersick, K., Davis, J., Hampton, M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business School Press.

Ghosh, D. & Vogt, A. (2012). Outliers: An evaluation of methodologies. *Survey Research Methods*.

Gomez-Mejia, L.R., Takacs Haynes, K., Nunez-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.

Hall, G. C., Hutchinson, P. J., Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SME. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, p. 711-728. Opgevraagd op 25 juli, 2011 via Blackboard UHasselt.

Harvey, M., & Evans, R. E. (1995). Life after succession in the family business: Is it really the end of problems? *Family Business Review*, 8, 3-16.

Howorth, C.A. (2001). Small firms' demand for finance: a research note. *International Small Business Journal*, 19(4), 78-86.

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

Koropp C., Grichnik, A., & Gyax, A-F. (2013) "Sucession financing in family firms", *Small Business Economics*, 315-334

Kaye, K., & Hamilton, S. (2004). Roles of trust in consulting to financial families. *Family Business Review*,

17, 151-163.

Klein, S. (2000). Family business in Germany: significance and structure. *Family Business Review*, 13(3), 157-182

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

Lambrecht, J. ,& Molly, V. (2011). *Het economische belang van familiebedrijven in België*. Kortrijk, FBNet Belgium.

Lansberg, I. S. "The Succession Conspiracy." *Family Business Review*, 1988,1 (2), 119-143.

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

Lambrecht, J., & Naudts, W. (2007). *Overdracht en overname van kmo's in België*. Brussel: FOD Economie, Studiecentrum voor Ondernemerschap, EHSAL-K.U. Brussel

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.

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

McGivern C. (1989). The Dynamics of Management Succession: A Model of Chief Executive Succession in the Small Family Firm. *Family Business Review*, 2(4) , 401-411

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 & Practice*, 53-64.

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. & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19, 73-87.

Modigliani F. & Miller M. (1958) "the cost of capital, corporation Finance and Theory of Investment",

American Economic Review, 48(3), 261-297

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

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

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

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

Parrish S., JD, CLU, ChFC, RHU. 2009. Successfully transferring the family business: a new methodology, *journal of financial service professionals*, May.

Poutziouris P., Michaelas, N., Chittenden, F., & Sitorious, S. (2000). The financial structure, behaviour and performance of SMEs: family and private companies. *Conference contribution*.

Poutziouris, P.Z. (2001). The views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14(3), 277-291.

Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of finance*, 50, p. 1421-1460. Opgevraagd op 5 november, 2011 via Business Source Premier.

Reid, R., Dunn, B., Cromie, S., & Adams, J. (1999). Family Orientation in family firms: A model and some empirical evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 6(1), 55-66.

Romano, C.A., Tanewski, G.A., & Smyrnios, K.X. (2001). Capital structure decision making: a model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.

Sharma, P., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2000). Perceptions about the extent of succession planning in canadian family firms. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne Des Sciences De l'Administration*, 17(3), 233-244.

Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N. & Bucholtz A.K. (2001) "Agency Relationships in Family Firms:

Theory and evidence", *Organization Science*, 12(2), 99-116

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003).

Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46, 179-194.

Schulze W., Lubatkin M.H., Dino R. (2003b) "Toward a theory of agency and altruism in family firms", *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490

Setia-Atmaja, L., Tanewski, G.A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(7)&(8), 863-898.

Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., & Silva, J.V. (2011). Are capital structure decisions of family-owned SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *CEFAGE-UE Working Paper*.

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), 25-40

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

Stockmans, A., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional wealth and earnings management in private family firms. *Family Business Review*, 23(3), 280-294.

Sund, L-G., Melin, L. & Haag, K. (2015). Intergenerational ownership succession. Shifting the focus from outcome measurements to preparatory requirements. *Journal of Family Business Strategy*, 166-177

Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of finance*, 43, p. 1-19. Opgevraagd op 5 november, 2011, via Business Source Premier

Ward, J.L. (1987). *Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership*. Jossey-Bass, San Francisco, CA.

