



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Kapitaalstructuur Vlaamse KMO's: de invloed van generatie en leeftijd van de CEO

Michael Marechal

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

PROMOTOR :

prof. dr. Anneleen MICHIELS



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

Kapitaalstructuur Vlaamse KMO's: de invloed van generatie en leeftijd van de CEO

Michael Marechal

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

PROMOTOR :

prof. dr. Anneleen MICHIELS

Op basis van een steekproef van 601 KMO's, wordt enerzijds het verschil in kapitaalstructuur tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven onderzocht. Anderzijds wordt, binnen de groep van familiebedrijven, onderzocht of intergenerationele verschillen de kapitaalstructuur van familiebedrijven beïnvloeden en of de leeftijd van de CEO hier een versterkend effect op heeft. De resultaten laten zien dat familiebedrijven een lagere schuldgraad aannemen in hun kapitaalstructuur dan niet-familiebedrijven. Familiebedrijven die in handen zijn van de eerste generatie gaan dan weer een hogere schuldgraad hanteren dan wanneer latere generaties het bedrijf leiden. Er werd geen significante invloed op de kapitaalstructuur gevonden voor de leeftijd van de CEO. Algemeen suggereren de bevindingen dat het socioemotional wealth principe relevant is om schuldbeslissingen in familiebedrijven te verklaren.

I. Inleiding

Familiebedrijven zijn de dag van vandaag een levendig onderwerp met een groeiende belangstelling. Niet alleen voor onderzoekers, maar ook voor investeerders, ondernemers en zelfs beleidsmakers. Onderzoek toont aan dat familiebedrijven vaak beter presteren op vele gebieden ten opzichte van hun niet-familiale tegenhangers. Dit zou door verschillende factoren komen: duurzaamheid, flexibiliteit, klantfocus, langetermijnvisie... Deze bronnen zorgen voor het competitief voordeel van een familiebedrijf (Poza & Daugherty, 2013). Anderzijds blijkt uit een meta-analyse van Wagner, Block, Miller, Schwens en Xi (2015) dat de betere prestaties van familiebedrijven afhankelijk zijn van een aantal factoren. Bij publieke, grote bedrijven en wanneer een eigendomsdefinitie wordt gebruikt, zal het positieve effect van familiebedrijven op de prestaties meer uitgesproken zijn (Wagner et al., 2015).

Ook zeker de keuze van een bepaalde kapitaalstructuur in een onderneming zal een beslissende factor zijn. Dit zal onder andere de duurzame groeivoet van een onderneming bepalen. Langs de andere kant heeft dit ook invloed op de controle (Mishra & McConaughy, 1999). Er zijn verschillende theorieën die de keuze van een bepaalde kapitaalstructuur binnen een bedrijf proberen te verklaren: trade-off theorie, pecking order theorie en agency theorie (Brealey, Myers, & Marcus, 2017). Trade-off theorie is de meest relevante theorie voor dit artikel en deze zal dus verder in de literatuurstudie besproken worden.

Er is een duidelijk verschil tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven qua kapitaalstructuur. Omdat familiebedrijven veel meer niet-financiële factoren laten doorwegen in hun keuze naar de optimale kapitaalstructuur. Zij zullen veel meer controle willen behouden en minder kans willen lopen op een faillissement, waardoor ze minder geneigd zijn schulden aan te gaan (Mishra & McConaughy, 1999).

Er zijn reeds veel determinanten in de literatuur onderzocht die een invloed zouden hebben op de kapitaalstructuur van een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf. Vaak gaat het hier om onderzoeken in Amerika of andere Europese landen met meestal beursgenoteerde bedrijven (Acedo-

Ramirez, Ayala-Calvo, & Navarette-Martinez, 2017; Hall, Hutchinson, & Michaelas, 2004; Marsh, 1982; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2001; Titman & Wessels, 1988). Er is heel wat verschil tussen landen qua kapitaalstructuur. Deze varianties kunnen te wijten zijn aan verschillen in houding ten opzichte van leningen, openbaarmakingsvereisten, relaties met banken, belastingen en andere nationale economische, sociale en culturele verschillen. Daarom is het belangrijk dat dit per land onderzocht wordt (Hall et al., 2004).

In Vlaanderen zijn 78% van de vennootschappen een familiebedrijf. Zij zijn goed voor 46% van het bruto regionaal product (FBNet, 2011). Deze cijfers tonen aan dat familiebedrijven zeer belangrijk zijn voor onze economie. Het is dus belangrijk om te weten wat de verschillen tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen zijn. Want voor investeerders en beleggers kan het een hulpmiddel zijn om te bepalen of ze al dan niet investeren in familiebedrijven. Ook voor de bedrijfsleiders kan dit een inzicht geven op het vlak van solvabiliteit in de onderneming. In dit onderzoek zal er worden onderzocht naar een eventueel verschil in de kapitaalstructuur.

Daarenboven lijkt het ook interessant om te focussen specifiek op één variabele die een invloed op de kapitaalstructuur van familiebedrijven uitoefent. Gezien de babyboomgeneratie op de drempel van het pensioen staat, staan duizenden familiebedrijven in de komende jaren voor een generatiewissel (IFB, z.d.). Een nieuwe generatie in het familiebedrijf kan voor een totaal andere kapitaalstructuur zorgen, met bijkomende voor- en nadelen. Ook hier is het voor verschillende stakeholders van een bedrijf belangrijk om te onderzoeken of de overdracht naar een tweede generatie binnen een Vlaams privaat familiebedrijf een significante invloed heeft op de kapitaalstructuur. Aanbieders van financiële middelen, beleggers, werknemers en klanten kunnen allemaal gebaat zijn bij deze resultaten.

Bovendien zijn er papers die suggereren naar verder onderzoek omtrent de invloed van verschillende generaties op de kapitaalstructuur (Mishra & McConaughy, 1999; Hall et al., 2004).

In de literatuur is er nog heel wat tegenstrijdigheid te vinden, zo stellen Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente en Castrillo (2007) dat een tweede generatie meer nood zal hebben aan externe financiering dan een eerste generatie (Blanco-Mazagatos et al., 2007). Collins en Moore (1964) maakte dit punt ook al, zij besloten immers dat eigenaars van de eerste generatie meer geneigd waren zich te verzetten tegen externe leningen.

McConaughy en Phillips (1999) daarentegen stellen dat een eerste generatie in een groeifase zit en dus meer nood heeft aan extra kapitaal, zij zullen dan ook sneller groeien (McConaughy & Phillips, 1999). Ook volgens Schulze, Lubatkin en Dino (2003) gaat een eerste generatie meer schuldfinanciering gebruiken (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

Het doel van dit artikel is een antwoord te krijgen op twee centrale onderzoeksvragen: *Hoe verschilt de kapitaalstructuur van private familiebedrijven en private niet-familiebedrijven in Vlaanderen?*

Hoe verschilt de kapitaalstructuur van een privaat familiebedrijf van de eerste generatie met een privaat familiebedrijf van een latere generatie en heeft de leeftijd van de CEO daar een significante invloed op?

Dit artikel gaat als volgt verder. Het eerste deel bespreekt de bestaande literatuur en de daaruit voortvloeiende hypothesen. Deze literatuurstudie zal handelen over het verschil in kapitaalstructuur tussen familie- en niet-familiebedrijven. De impact van een generatiewissel en de leeftijd van de CEO op de kapitaalstructuur bij familiebedrijven. Vervolgens wordt de onderzoeksmethode, de metingen en de toegepaste statistische methodes uitgelegd. Tenslotte worden de resultaten gepresenteerd en wordt er afgesloten met een bespreking van de implicaties van de bevindingen, samen met een aantal suggesties voor verder onderzoek.

II. Literatuurstudie

Kapitaalstructuur familiebedrijven

Modigliani en Miller bewezen in hun befaamde artikel van 1958 dat in een wereld zonder belastingen, de waarde van het bedrijf onafhankelijk is aan de gekozen schuldgraad. Dit wil dus zeggen dat er geen optimale kapitaalstructuur bestaat (Modigliani & Miller, 1958).

In een tweede, verbeterde stelling van Modigliani en Miller (1963) beweren zij dat: "Het verwachte rendement op eigen vermogen van een met schulden gefinancierde onderneming neemt evenredig toe met haar schuldgraad." Volgens deze theorie bestaat de optimale kapitaalstructuur uit 100% vreemd vermogen (Brealey et al., 2017).

In praktijk is dit natuurlijk onrealistisch en Miller (1976) verbeterde deze trade-off theorie. Hij besloot dat bedrijven de voordelen van schuldfinanciering (belastingaftrek van intresten) afwegen tegen de nadelen (financiële moeilijkheden) om tot een optimale schuldgraad te komen (Miller, 1976). De verwachte kosten van schulden gaan hoger zijn bij familiebedrijven dan bij niet-familiebedrijven. Omdat er niet enkel rekening moet gehouden worden met financiële risico's, maar ook met de risico's op controleverlies (Mishra & McConaughy, 1999). Volgens Mishra en McConaughy (1999) staan familiebedrijven meer afkerig tegenover deze risico's in verband met controle dan niet-familiebedrijven. Hierdoor zullen deze familiebedrijven schulden dan ook meer vermijden, want een groter niveau van schulden vergroot de kans op een faillissement en zorgt voor minder familiale controle (Mishra & McConaughy, 1999).

Verder zullen familiebedrijven minder snel korte termijnschulden aangaan vanwege de aanwezigheid van strengere convenanten in deze leningen, onzekere herfinancieringspercentages en het risico dat ze hun schulden niet kunnen terugbetalen (Mishra & McConaughy, 1999).

Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson en Moyano-Fuentes (2007) beschreven dat familiebedrijven verlies vermijgend zijn als het socioemotional wealth (SEW) in gevaar dreigt te

komen. Deze sociaaleconomische rijkdom wordt door de auteurs gedefinieerd als niet-financiële aspecten van het bedrijf die tegemoetkomen aan de behoeftes van de familie, zoals identiteit, het vermogen om familie invloed uit te oefenen en het voortbestaan van de familiedynastie (Gomez-Mejia et al., 2007). SEW is een breed concept waarin verschillende niet-financiële aspecten van het bedrijf worden verzameld die tegemoetkomen aan de emotionele behoeftes van de familie (Gomez-Mejia, Makri, & Kintana, 2010). Families willen hun eigendomsbelangen beschermen als ze het bedrijf zien als een langetermijninvestering (Colli, 2011). Het sociale kapitaal wordt gezien als een troef die moet worden doorgegeven aan toekomstige generaties (Chami, 2011).

Zoals eerder beschreven is het controleaspect zeer belangrijk bij familiebedrijven. Hierdoor gaan familiebedrijven minder dan niet-familiebedrijven kunnen diversifiëren omdat diversificatie vereist dat er extra kapitaal wordt opgehaald door meer schulden aan te gaan. Aangezien familiebedrijven meer afkerig zijn tegenover het risico van verlies van controle dan niet-familiebedrijven en omdat hogere schulden het risico op financiële problemen en verlies van familiecontrole vergroten, zijn familiebedrijven minder geneigd om te diversifiëren en dergelijke schulden aan te gaan (Gomez-Mejia et al., 2010).

De Angelo en De Angelo (1985) stellen dat alle voordelen door familiale controle verdwijnen wanneer er sprake is van 'financial distress'. Dit fenomeen ontstaat wanneer ondernemingen niet tijdig hun schulden kunnen aflossen. Hierdoor kunnen de schuldeisers controle krijgen in het bedrijf (Mishra & McConaughy, 1999). Gilson (1989) ontdekte dat topmanagers in bedrijven met financial distress waarschijnlijk hun job zullen verliezen en dat zij geen nieuwe topposities in andere bedrijven meer verkrijgen binnen de drie jaar na hun ontslag. Gilson (1990) merkte ook op dat meer dan de helft van de raad van bestuur wordt vervangen na een faillissement. Stichtende CEO's van een familiebedrijf zijn zich bewust van de gevolgen van financial distress. Zij weten ook dat de waarschijnlijkheid ervan zal toenemen naarmate de schulden toenemen. Dus het is vanzelfsprekend dat zij minder schulden zullen aangaan om het controlerisico te verminderen (Mishra & McConaughy, 1999).

De hypothesen die Mishra en McConaughy (1999) opstelden, werden bevestigd. Familiale ondernemingen maken minder gebruik van schulden dan niet-familiale ondernemingen. Doordat het risico op controleverlies groter wordt naarmate er meer schulden aangegaan worden, is de kost van schulden bij familiebedrijven gewoon groter dan bij niet-familiebedrijven. Ook vinden de auteurs dat familiebedrijven maar de helft korte termijnschulden aangaan ten opzichte van niet-familiebedrijven. Zoals eerder vermeld komt dit omdat er strengere voorwaarden aan deze korte termijnschulden zitten. Bovendien is er een groter risico omdat de terugbetaling sneller moet gebeuren (Mishra & McConaughy, 1999). De studies van Margaritis en Psillaki (2010); Ampenberger, Schmid, Achleitner en Kaserer (2013); Schmid (2013) tonen ook aan dat familiebedrijven minder schulden aangaan dan niet-familiebedrijven.

Uit bovenstaande literatuur blijkt dat niet enkel financiële doelen belangrijk zijn in familiebedrijven. In familiebedrijven neemt men vaak beslissingen die niet optimaal zijn vanuit de klassieke kapitaalstructuurleer, maar die bijdragen tot het bereiken van de niet-financiële doelstellingen die men heeft in het familiebedrijf (Gomez-Mejia et al., 2010).

Invloed van verschillende generaties op de kapitaalstructuur van een familiebedrijf

In de literatuur die over de financiering van familiebedrijven gaat, richtten een aantal auteurs zich op de generatie evolutie in familiebedrijven. Er zijn reeds verschillende argumenten gezocht die de impact van verschillen in generaties hebben op de kapitaalstructuur. Deze argumenten kunnen in twee groepen ingedeeld worden, namelijk of ze starten van de mogelijkheid om te lenen (aanbiederszijde) of de bereidheid om te lenen (vraagzijde) (Molly, Laveren, & Jorissen, 2012). In de meeste wetenschappelijke artikels en net zoals in deze studie zal het onderzoek gebaseerd zijn volgens de vraagzijde.

Al in 1964 besloten Collins en Moore dat bedrijfsleiders van de eerste generatie minder geneigd waren om voor vreemd vermogen in hun kapitaalstructuur te kiezen.

Ook Blanco-Mazagatos et al. (2007) gaan hiermee akkoord. Zij beschreven immers dat de familiebanden afzwakken en de problemen van opportunisme en altruïsme in de loop der generaties toeneemt. Ze stellen dat familieleden die niet actief betrokken worden in het bedrijf, druk zullen uitoefenen op de managers van het familiebedrijf. Hierdoor zal de agency cost veel zwaarder doorwegen in een tweede generatie familiebedrijf. De familieleden die niet betrokken zijn willen dat er meer schulden aangegaan worden, want schuld kan als bestuur mechanisme dienen om zo het negatieve effect van management opportunisme tegen te gaan. Hierdoor besluiten de auteurs dan ook dat een tweede generatie meer schulden in de kapitaalstructuur zal hebben dan de eerste generatie (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Molly et al., 2012).

Langs de andere kant besloten Schulze et al. (2003) dat het gebruik van schulden wordt beïnvloed door hoe de eigendom over het familiebedrijf van verschillende familieleden verspreid is. Wanneer de eigendom geconcentreerd is bij één eigenaar of zeer veel eigenaars zal men meer bereid zijn om schulden aan te gaan. Wanneer de eigendom verspreid is in relatief gelijke proporties zal men geneigd zijn om minder schulden te gebruiken (broers-zussen partnership). Hierdoor kwamen de auteurs tot hun 'U-shaped curve' (Schulze et al., 2003). Deze theorie ondersteunde de theorie van Morck, Shleifer en Vishny (1988). Door dit onderzoek van Schulze et al. (2003) kan ervan uitgegaan worden dat een tweede generatie, waar de eigendom meer proportioneel verdeeld zal zijn, minder schulden zal aangaan dan de eerste generatie waar de eigendom bij één persoon zit.

Volgens Kaye en Hamilton (2004) zijn nakomelingen meestal minder bereid om risico's te nemen in tegenstelling tot hun ouders. Dit omdat ze meer bang hebben om controle te verliezen. De kinderen hechten meer belang aan het behouden van de rijkdom die ze al hebben dan het risico om dit kwijt te spelen. Dit gedrag zal resulteren in een lagere schuldgeoriënteerde kapitaalstructuur (Kaye & Hamilton, 2004).

McConaughy en Phillips (1999) stellen dat eerste generatie familiebedrijven nieuwe ideeën en technologieën proberen te ontwikkelen en hier zijn investeringen voor nodig. Deze bedrijven zullen sneller groeien dan latere generatie familiebedrijven. Deze laatstgenoemde familiebedrijven daarentegen exploiteren hun gevestigde waarde op de markt om meer winst voor de eigenaars te genereren. Zij groeien niet zo snel en investeren niet zo veel in R&D en kapitaalgoederen. Toch zijn ze meer winstgevend dan de eerste generatie familiebedrijven. De auteurs stellen dan ook dat deze

resultaten consistent zijn met de kijk op de bedrijfslevenscyclus. Waarbij de beginjaren ook gekenmerkt worden door een snelle groei, waarna de ervaring van de beginjaren een basis vormt voor later. Hier zal het bedrijf dan ook professioneler bestuurd worden en zijn positie in de markt proberen uit te spelen (McConaughy & Phillips, 1999).

Ook volgens het onderzoek van Molly et al. (2012) gaan tweede en derde generatie familiebedrijven minder schulden aangaan ten opzichte van eerste generatie familiebedrijven. Zij concludeerden wel dat de keuze voor schuldfinanciering niet alleen afhangt van welke generatie actief is in het familiebedrijf, maar ook hoe de groei van het bedrijf op dat moment is (Molly et al., 2012).

Invloed van de leeftijd van de CEO op de kapitaalstructuur van een familiebedrijf

Volgens Li, Low en Makhija (2017) gaan carrièrebezorgdheden van de CEO de investeringsactiviteiten beïnvloeden. Carrièrebezorgdheden zijn van belang omdat van managers verwacht wordt dat zij hun investeringsgedrag aanpassen om de arbeidsmarkt te beïnvloeden door hun vaardigheden, reputatie en toekomstperspectieven (Li et al., 2017). Gibbons en Murphy (1992) stellen dat carrièrebezorgdheden sterker zijn wanneer managers verder weg zijn van hun pensioen. Daarom wordt verwacht dat de investeringsbeslissingen van jongere CEO's meer worden beïnvloed door hun carrièrebezorgdheden dan die van oudere CEO's. Doordat jongere CEO's nog een langere carrièrehorizon hebben, wordt van jonge CEO's verwacht dat zij sterkere prikkels hebben om een actievare en mogelijk riskantere investeringsstrategie aan te nemen (Prendergast & Stole, 1996).

Uit de onderzoeken van Serfling (2014) blijkt dat oudere CEO's het bedrijfsrisico verminderen door een minder risicovol beleggingsbeleid te hanteren. Specifiek investeren oudere CEO's minder in onderzoek en ontwikkeling, maken meer gediversifieerde overnames, beheren bedrijven met meer gediversifieerde activiteiten en behouden een lagere operationele schuldgraad. Verder zijn het bedrijfsrisico en het risico van het bedrijfsbeleid het laagst wanneer de CEO ouder is. Oudere CEO's geven de voorkeur aan een minder riskant beleggingsbeleid (Serfling, 2014). Jongere CEO's zijn meer geneigd om overnames te doen. Dit is vanwege de compensatievoordelen die voortvloeien uit het beheer van grotere bedrijven (Yim, 2013). Ook het onderzoek van Zhang, Sabherwal, Jayaraman en Ferris (2016) steunen deze stelling. Zij onderzochten enkel bedrijven uit het Verenigd Koninkrijk en concludeerden dat de CEO-leeftijd een belangrijke bepalende factor is voor acquisitieactiviteiten. Ze merken op dat jongere CEO's eerder een ander bedrijf overnemen en meer uitgeven aan grote kapitaaluitgaven.

Bertrand en Mullainathan (2003) beweren dat fysiologische veranderingen ertoe kunnen leiden dat oudere CEO's de voorkeur geven aan het 'rustige leven', wat hen kan afleiden van het beleid van het bedrijf of gebeurtenissen die veel energie vereisen. Financiële nood kan als een dergelijke gebeurtenis worden beschouwd, omdat het verschillende moeilijke beslissingen met zich meebrengt. Er wordt hier gedacht aan verlagingen van investeringsbudgetten, ontslag van personeel en hoge druk van externe belanghebbenden. Het vooruitzicht van financieel gestreste situaties lijkt bijzonder onaantrekkelijk voor oudere CEO's. Dit omdat ze meer emotionele banden hebben ontwikkeld met hun bedrijf en loyaliteit met individuen in de organisatie. Stevens, Beyer en Trice (1978) rapporteren empirisch bewijs dat oudere werknemers een sterkere emotionele betrokkenheid bij hun organisatie hebben. Bovendien vermijden oudere CEO's meer het nemen van risico's die hun financiële veiligheid

en sociale gewoonten zouden kunnen verstoren (Hambrick & Mason, 1984). Ook Croci, del Giudice en Jankensgård (2017) beamen deze stellingen. Zij besluiten dat CEO's in de buurt van hun pensioen zich zorgen gaan maken over de nadelige gevolgen van grote verliezen of financiële moeilijkheden voor hun nalatenschap als CEO. Dergelijke factoren kunnen CEO's meer risico-avers maken en bezorgd maken over het neerwaartse risico als ze de pensioengerechtigde leeftijd naderen.

III. Hypothesen

Voortbouwend op voorgaande literatuurstudie wordt er verwacht dat familiebedrijven een andere kapitaalstructuur zullen hanteren dan overeenkomstige niet-familiebedrijven. Dit omdat de objectieven van een familiebedrijf mogelijk anders zijn (Gottardo & Moisello, 2018). In familiebedrijven worden vaak beslissingen genomen die niet optimaal zijn vanuit de klassieke kapitaalstructuurleer, maar die bijdragen tot het bereiken van de niet-financiële doelstellingen die men heeft in het familiebedrijf (Gomez-Mejia et al., 2010). Ook blijkt het controle aspect bij familiebedrijven veel belangrijker te zijn dan bij niet-familiebedrijven. Uit onderzoeken van Gomez-Mejia et al. (2007); Beronne, Cruz en Gomez-Mejia (2012) en Naldi, Cennamo, Corbetta en Gomez-Mejia (2013) blijkt dat SEW zeer belangrijk is voor familiebedrijven. Zij zullen dit SEW ook steeds belangrijker vinden dan een optimale kapitaalstructuur. Verder ervaren familiebedrijven in vergelijking met niet-familiebedrijven hogere kosten van financiële moeilijkheden, waardoor zij een kapitaalstructuur met minder schulden nastreven (Mishra & McConaughy, 1999). Door al deze aspecten wordt er een negatieve invloed verwacht op de kapitaalstructuur door het feit dat het om een familiebedrijf gaat. Net zoals bij de studies van Hall et al. (2004) en Titman en Wessels (1988) wordt er een onderscheid gemaakt tussen korte en lange termijnschulden. Er wordt zowel voor de korte als de lange termijnschulden een negatieve invloed verwacht. Omdat familiebedrijven minder snel korte termijnschulden zullen aangaan vanwege de aanwezigheid van strengere convenanten in leningen, onzekere herfinancieringspercentages en het risico dat ze hun schulden niet kunnen terugbetalen (Mishra & McConaughy, 1999). Ook zullen familiebedrijven minder lange termijnschulden aangaan. In bedrijven die volledig gefinancierd zijn met eigen vermogen, gaan er meer familierelaties onder het topmanagement zijn dan bij bedrijven die ook over lange termijnschulden beschikken. Familiale controle komt dus vaker voor in bedrijven die volledig gefinancierd zijn met eigen vermogen en dus een kapitaalstructuur met weinig of geen lange termijnschulden hanteren (Agrawal & Nagarajan, 1990).

Hypothese 1: Vlaamse private familiebedrijven hebben een kapitaalstructuur met minder schulden dan Vlaamse private niet-familiebedrijven.

Hypothese 1a: Vlaamse private familiebedrijven hebben een kapitaalstructuur met minder korte termijnschulden dan Vlaamse private niet-familiebedrijven.

Hypothese 1b: Vlaamse private familiebedrijven hebben een kapitaalstructuur met minder lange termijnschulden dan Vlaamse private niet-familiebedrijven.

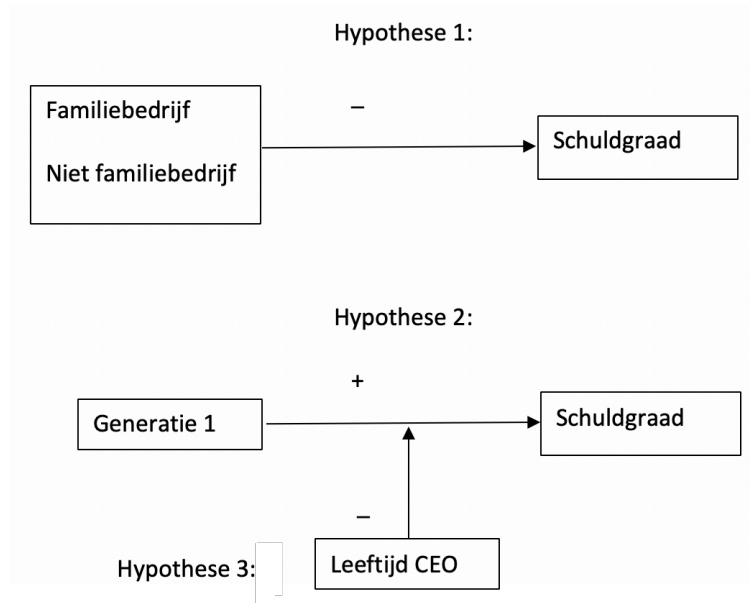
De literatuur toont aan dat er heel wat tegenstrijdige opvattingen bestaan omtrent de invloed van verschillende generaties op de kapitaalstructuur van een familiebedrijf. Enerzijds wijzen onderzoekers Blanco-Mazagatos et al. (2007) op het positief effect door opvolging op het gebruik van schulden, aangezien deze schulden een hefboom zijn om het managementopportunisme tegen te gaan. Desondanks kan er verondersteld worden dat dit effect minimaal is. Deze visie is in lijn met de bevindingen van Le Breton-Miller en Miller (2006). Zij stellen immers dat de tweede generatie meer vraag zal hebben naar dividenden, hierdoor zal het probleem van te veel vrije kasstroom ingeperkt worden. In overeenstemming met de meerderheid van de onderzoeken (Kaye & Hamilton, 2004; McConaughy & Phillips, 1999; Molly et al., 2012; Schulze et al., 2003), die aangeven dat de tweede generatie gewoonlijk minder risico nemen en een grotere angst hebben om controle te verliezen vergeleken met de oprichters, mag er dus een lagere schuldgraad verwacht worden vanaf het moment dat familieleden van de volgende generatie bij het bedrijf betrokken worden.

Hypothese 2: Vlaamse private familiebedrijven van de eerste generatie hebben een hogere schuldgraad in hun kapitaalstructuur vergeleken met tweede en derde generatie Vlaamse private familiebedrijven.

Zoals in de literatuur besproken zijn er meerdere factoren die de schuldgraad van een bedrijf zullen bepalen. Er wordt in deze studie naast de vergelijking van een familiebedrijf ten opzichte van een niet familiebedrijf ook specifiek gekeken naar de impact van een generatie op de schuldgraad van een familiebedrijf. Dit wordt door middel van de tweede hypothese onderzocht. Het is dan interessant om te kijken naar een andere variabele die een bepaalde invloed op de schuldgraad van een familiebedrijf van de eerste generatie zou kunnen hebben. In dit onderzoek zal hier een 'modererende variabele' in de zin van 'de leeftijd van de bedrijfsleider' voor gekozen worden. Volgens de Upper Echelon theorie hebben bedrijfsleiders en managers een grote invloed op de strategie van het bedrijf door hun karaktereigenschappen (Hambrick & Mason, 1984). Een van deze eigenschappen, de leeftijd, zal een bepalende rol spelen in het nemen van beslissingen binnen het bedrijf (Hambrick, 2005). Serfling (2014) komt in zijn onderzoek tot de conclusie dat jongere CEO's eerder een risicovol investeringsbeleid voeren. Volgens Prendergast en Stole (1996) zijn beginnende CEO's gevoeliger voor nieuwe informatie en gaan agressievere investeringsbeslissingen nemen om zo getalenteerder te lijken. Oudere CEO's daarentegen zijn algemeen gezien meer conservatiever en dit zou zowel een positieve als een negatief effect kunnen hebben op de bedrijfsprestaties (Bertrand & Schoar, 2003). Dit besluit wordt gesteund door het werk van Li et al. (2017). Volgens hun onderzoek gaan jongere CEO's meer geneigd zijn om risicovolle investeringen aan te gaan, terwijl oudere CEO's meer verkiezen om geen onnodige risico's te nemen.

Hypothese 3: Een jongere CEO zal een positieve impact hebben op de grootte van de schuldgraad van een Vlaams privaat familiebedrijf van de eerste generatie.

Conceptueel model:



IV. Onderzoeksmethode

Dataverzameling

De onderzoeksgegevens die in dit onderzoek gebruikt worden, zijn een combinatie van enquêtegegevens en openbaar beschikbare archiefgegevens. De gebruikte data over private Vlaamse bedrijven is afkomstig uit een enquête van 2014. De enquête werd opgesteld en geanalyseerd door onderzoekers van het Studiecentrum voor Ondernemerschap aan de KU Leuven. Deze enquête is verder aangevuld met kwantitatieve gegevens met betrekking tot schuldratio's, winstgevendheid en andere financiële maatstaven. Deze gegevens werden verzameld uit wettelijk verplichte openbaar gemaakte informatie die beschikbaar is in de Bel-First databank van Bureau Van Dijk. Aangezien de data van de enquête over het jaar 2014 gaat, zal ook de financiële informatie uit de jaarrekening van 2014 gehaald worden.

De enquête werd verstuurd naar 6593 bedrijfsleiders. Financiële vennootschappen werden uitgesloten. Er werden enkel bedrijven geselecteerd met een totale tewerkstelling tussen 10 en 250 werknemers. Dit is in overeenstemming met de studie van Blanco-Mazagatos et al. (2007) en Molly et al. (2012). Van alle verstuurd enquêtes werden er 644 ingevuld, wat een responsgraad van 9,80% oplevert. Van deze 644 bedrijven zullen er 7 verwijderd worden, omdat voor deze zeven bedrijven niet alle financiële gegevens beschikbaar zijn via Bel-First. Vervolgens gaven een aantal bedrijven in de enquête aan dat ze een familiebedrijf zijn, maar dat het bedrijf niet tot de eerste, tweede, derde of latere generatie behoort. Hierdoor kan er niet met zekerheid geconcludeerd worden dat het om familiebedrijven gaat. Daarom zijn deze 32 bedrijven ook verwijderd uit de steekproef.

Variabelen

Afhankelijke Variabelen

De afhankelijke variabele om de hypothesen te testen, zal de schuldgraad van het bedrijf zijn. Er zal een onderscheid gemaakt worden tussen korte termijnschuldgraad, lange termijnschuldgraad en totale schuldgraad. De korte termijnschuldgraad wordt gedefinieerd als schulden op ten hoogste 1 jaar gedeeld door het totaal der passiva en zal 'ktschuld' genoemd worden. De lange termijnschuldgraad wordt gedefinieerd als de schulden op meer dan een jaar gedeeld door het totaal der passiva en zal 'ltschuld' genoemd worden. De totale schuldgraad wordt gedefinieerd als de verhouding totale schulden in 2014 en totaal der passiva van 2014 en zal 'totschuld' genoemd worden.

Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabelen die in deze studie gebruikt worden zijn: familiebedrijf, generatie en leeftijd van CEO. Hieronder worden deze variabelen verder gedefinieerd.

Doorheen de jaren zijn er al verschillende definities over familiebedrijven verschenen in de academische literatuur. Ook de European Family Business en het Instituut voor het familiebedrijf probeerde een definitie op te stellen om zo gegevensverzameling rond familiebedrijven te vergemakkelijken (European Family Business, 2013; IFB, z.d.). Desondanks blijkt dat het type van definitie afhangt van de soort academische paper waar het in verschijnt. Het is echter wel belangrijk dat er eenzelfde definitie gebruikt wordt wanneer er onderzoeken over familiebedrijven vergeleken worden (Steiger, Duller, & Hiebl, 2015).

Uit het onderzoek van Steiger et al. (2015) blijkt dat de verschillende definities over familiebedrijven in drie groepen gecatalogeerd kunnen worden. Gebaseerd op de componenten van familiebetrekking in de onderneming, gebaseerd op de essentie van familiebedrijven en door elementen van de vorige methodes te combineren. Deze diversiteit doen Steiger et al. (2015) dan ook concluderen dat er geen consensus over de definitie van wat een familiebedrijf is in zicht is.

Ondanks dat er geen eenduidigheid binnen de academische wereld is, zal het toch belangrijk zijn om een familiebedrijf te definiëren. Dit is nodig om een onderscheid te kunnen maken tussen een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999).

Daarom wordt er in dit artikel gekozen om een bedrijf als familiebedrijf te definiëren wanneer er in de enquête op één of beide van volgende vragen 'ja' werd geantwoord: "Beschouwt u de onderneming als familiebedrijf?" en "Heeft één familie een doorslaggevende invloed in de dagelijkse leiding en/of de eigendom?" Deze duidelijke afbakening zal nodig zijn om de juiste cijfers te kunnen raadplegen via de Bel-First databank van Bureau Van Dijk.

Aan de hand van deze voorwaarden zal de dummyvariabele 'familiebedrijf' gecreëerd worden. De dummyvariabele heeft een waarde '1' als er voldaan is aan de voorwaarden en een waarde '0' als er niet voldaan is.

In de literatuur wordt er meestal gesproken van drie generaties binnen een bedrijf:

- Eerste generatie familiebedrijven: Dit is een bedrijf waar de eigendom en het bestuur bij de familie zit. Waarbij er meer dan één familielid betrokken is, maar alleen van de eerste en oprichtende generatie van het gezin.
- Tweede generatie familiebedrijven: Bedrijven waar ook de tweede generatie van de familie betrokken is in de eigendom en management van het bedrijf.
- Derde en latere generatie familiebedrijven: Bedrijven waar ook de derde/latere generatie van de familie betrokken is in de eigendom en management van het bedrijf.

In een tweede of derde generatie familiebedrijf kan de oorspronkelijke oprichter(s) en/of andere leden van eerdere generaties al gestopt zijn in het bedrijf. Dus niet alle twee of drie generaties moeten tegelijkertijd nog werkzaam zijn. Verder kan in een tweede of derde generatie familiebedrijf de focus van managen en leiderschap zich op ieder generatieniveau bevinden (Lussier & Sonfield, 2010).

Bovenstaande definitie is moeilijk implementeerbaar in dit onderzoek, waar objectief cijfermateriaal uit de databank Bel-First van Bureau Van Dijk zal gehaald worden. Daarom zal in dit artikel een generatie gedefinieerd worden op basis van volgende vraag die hierover in de enquête werd gesteld: "Welke generatie(s) van de familieleden zijn vertegenwoordigd in de eigendom?"

Er worden ook dummyvariabelen aangemaakt voor de variabele 'generatie'. Indien de dummyvariabele 'gen_1' de waarde '1' heeft, wil dit zeggen dat het familiebedrijf in handen is van de eerste generatie. Indien dit niet het geval is, heeft de variabele de waarde '0'. Analoog voor de dummyvariabelen 'gen_2' en 'gen_3'.

De leeftijd van de CEO zal ook als onafhankelijke variabele gebruikt worden. Er zal een onderscheid gemaakt worden tussen een jonge CEO en een oude CEO. Net als bij het onderzoek van Xie (2015) is er gekozen om de leeftijdsgrens van 45 jaar te hanteren. Als er verder in dit onderzoek over 'jonge CEO' wordt gesproken, worden hiermee bedrijfsleiders bedoeld met een leeftijd van maximaal 44 jaar in 2014.

Controlevariabelen

Net zoals in de onderzoeken van Romano et al. (2001), Delmar en Wiklund (2008) en Molly et al. (2012) worden er ook een aantal controlevariabelen toegevoegd.

De eerste controlevariabele is de 'grootte van het bedrijf'. In de literatuur worden er verschillende veronderstellingen gebruikt om de grootte van het bedrijf te bepalen. Zo gaan Hall et al. (2004) de grootte baseren op het totaal der passiva van het bedrijf. Titman en Wessels (1988) gaan dan weer gebruik maken van de logaritme van de verkopen. Omdat de verkopen niet beschikbaar zijn van alle bedrijven via Bel-First, zal er in dit artikel gebruik gemaakt worden van het totaal der passiva om de grootte van een bedrijf te definiëren.

Vervolgens wordt ook de controlevariabele 'leeftijd' opgenomen in het onderzoek. Voor de variabele 'leeftijd' wordt de leeftijd van het bedrijf in 2014 gebruikt, omdat de enquête dan werd afgenomen.

Ook de sector waar de bedrijven actief in zijn kan een invloed hebben op de kapitaalstructuur. De sector waartoe een bedrijf behoort, wordt bepaald door de NACEBEL-code. Er zijn echter 243 verschillende NACEBEL-codes aanwezig. Hierdoor zullen de ondernemingen via een hoofdverdeling 'NACE rev. 2, hoofd sectie' vanuit Bel-First ingedeeld worden. Dan blijven er nog 17 hoofdsectoren over. Er zijn 14 sectoren in deze dataset waar minder dan 10% van de bedrijven in actief zijn. Hierdoor zullen deze bedrijven ondergebracht worden in een 4^{de} sectorcategorie 'overige sectoren'.

Een volgende variabele die invloed heeft op de kapitaalstructuur van een onderneming is de groei van die onderneming. De variabele 'groei' zal in dit onderzoek gedefinieerd worden door $(\text{totaal der activa in 2014} - \text{totaal der activa in 2013}) / \text{totaal der activa in 2013}$. Deze definitie werd ook gebruikt in de onderzoeken van Hall et al. (2004) en Titman en Wessels (1988).

Tenslotte kan ook de winstgevendheid de kapitaalstructuur van een onderneming beïnvloeden. In de literatuur worden er een aantal verschillende formules gebruikt om de winstgevendheid te bepalen: winst over belastingen gedeeld door omzet, bedrijfswinst gedeeld door omzet of bedrijfswinst over totaal activa (Hall et al., 2004; Titman & Wessels, 1988). Zoals eerder aangehaald, is de omzet niet beschikbaar voor alle bedrijven via Bel-First. Dus zal in dit onderzoek de controlevariabele 'winstgevendheid' gedefinieerd worden als de verhouding tussen bedrijfswinst en totaal der activa.

V. Empirisch analyse

Outliers

Er zijn 4 outliers bij de afhankelijke variabelen geconstateerd. Deze zijn vervolgens verwijderd omdat deze waarden meer dan '4 x de standaarddeviatie + het gemiddelde' zijn. Het verwijderen van deze waarden is noodzakelijk, zodat het resultaat niet te sterk beïnvloed wordt. Door het verwijderen van deze variabelen worden de testen uitgevoerd met 601 bedrijven in de steekproef.

Testprocedures

De hypothesen die ontwikkeld zijn, zullen getest worden door multivariate regressieanalyses. De eerste hypothese zal getest worden met de volledige steekproef van 601 bedrijven. Bij hypothese 2 en 3 gaat het om de verschillende generaties binnen een familiebedrijf. Hierdoor zullen deze hypothesen getest worden met een subsample van enkel de familiebedrijven. Dit zijn er 520.

Univariate statistieken

Tabel 1

	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Ktmschuld	601	0,462731	0,448726	0,234922	0,01965	1,206905
Ltmschuld	601	0,151574	0,095356	0,172580	0	1,178508
Totschuld	601	0,614305	0,650383	0,254562	0,01980	1,330261
Familie	601	0,87	1,00	0,342	0	1
Gen_1	601	0,28	0,00	0,451	0	1
Jonge CEO	601	0,25	0,00	0,435	0	1
Gen_1xJonge CEO	601	0,06	0,00	0,231	0	1
Bedrijfsgrootte	601	8355982,60	3243698,00	25672765,24	78060	441441805
Leeftijd	601	28,15	26,00	14,835	3	126
Sector C	601	0,26	0,00	0,439	0	1
Sector F	601	0,18	0,00	0,383	0	1
Sector G	601	0,25	0,00	0,431	0	1
Sector Z	601	0,32	0,00	0,465	0	1
Groei	601	0,043668	0,018077	0,223616	-	1,358948
Winstgevendheid	601	0,064440	0,043973	0,126193	-	1,615988

Tabel 2

	T-tests					
	Hypothese 1		Hypothese 2		Hypothese 3	
	t	N	t	N	t	N
Ktmschuld	-2,259**	601	3,381***	520	0,007	520
Ltmschuld	0,456	601	-0,189	520	0,416	520
Totschuld	-1,753*	601	2,89***	520	0,299	520

*** Significant tot een niveau van 0,01

** Significant tot een niveau van 0,05

* Significant tot een niveau van 0,1

Tabel 1 geeft beschrijvende statistiek weer van zowel de afhankelijke variabelen, onafhankelijke variabelen als de controle variabelen.

In tabel 2 staan de resultaten van de t-tests voor elke hypothese. Bij hypothese 1 geeft de t-test voor de korte termijnschulden een p-waarde van 0,024 en voor de totale schuldgraad een p-waarde van 0,082. Dit duidt dus op een significant verschil tussen de korte termijnschuldgraad van familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Ook voor de totale schuldgraad is er een significant verschil tussen de groepen, maar wel maar met 90% zekerheid. Voor de lange termijnschuldgraad wordt er een p-waarde van 0,649 gevonden indien de varianties in de twee groepen gelijk zijn. Met een significantieniveau van 10% is er dus geen significant verschil tussen de twee groepen.

Voor hypothese 2 geeft de t-test voor zowel de korte termijnschuldgraad en de totale schuldgraad een significant verschil tussen familiebedrijven van de eerste generatie en familiebedrijven van tweede en derde generatie. Dit blijkt uit de gevonden p-waarden. Voor de korte termijnschuldgraad wordt er een p-waarde van 0,001 gevonden en voor de totale schuldgraad 0,004. Bij de lange termijnschuldgraad wordt er een p-waarde van 0,850 gevonden, dit duidt op geen significant verschil tussen de twee groepen.

Voor de t-test bij hypothese 3 werd er bij geen enkel van de drie afhankelijke variabelen een significant verschil tussen de groepen gevonden.

Correlaties

Tabel 3

Variabelen	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ktmschuld	1														
Ltmschuld	0,249***	1													
Totschuld	0,754***	0,448***	1												
Familie	-0,092**	0,019	-0,072*	1											
Gen_1	0,105**	-0,002	0,095**	0,248***	1										
Jonge CEO Gen_1xJonge CEO	-0,064	0,079*	-0,006	0,039	-0,076*	1									
Bedrijfs grootte	-0,009	0,019	0,005	0,097**	0,390***	0,421***	1								
Leeftijd	0,150***	0,131***	-0,049	0,164***	0,090**	-0,008	-0,011	1							
Sector C	-0,100**	-0,044	0,122***	0,066	0,269***	-0,068	0,167***	0,126***	1						
Sector F	0,149***	0,001	0,136***	0,056	0,094**	0,013	-0,046	0,056	0,095**	1					
Sector G	0,140***	-0,039	0,102**	0,005	0,055	-0,011	-0,020	-0,074*	-0,028	0,276***	1				
Sector Z	-0,015	-0,071*	-0,062	-0,012	-0,059	-0,03	-0,006	0,001	0,065	0,338***	0,266***	1			
Groei	0,040	0,097**	0,102**	-0,046	0,097**	0,024	0,066	0,008	0,127***	0,403***	0,316***	0,389***	1		
Winstgevendheid	-0,028	0,067	0,019	-0,025	-0,002	0,063	0,067*	0,033	0,001	-0,037	-0,046	-0,021	0,092**	1	
Winstgevendheid	-0,097**	0,159***	0,198***	0,158***	0,010	0,032	0,091**	-0,002	-0,045	0,040	0,101**	-0,020	0,064	0,197***	1

*** Correlatie is significant tot een niveau van 0,01

** Correlatie is significant tot een niveau van 0,05

* Correlatie is significant tot een niveau van 0,1

De twee sterkste correlaties zijn deze tussen totale schuldgraad en korte termijnschuldgraad en tussen totale schuldgraad en lange termijnschuldgraad. Dit is zeer logisch: wanneer de totale schuldgraad gaat toenemen, gaan meestal ook de korte- en lange termijnschuldgraad toenemen.

Er is een sterke correlatie tussen 'generatie' en 'leeftijd'. Dit is makkelijk te verklaren: jonge bedrijven zijn meestal in handen van de eerste generatie, terwijl in oudere bedrijven vaker een tweede of derde generatie al actief is. Ook tussen 'winstgevendheid' en 'groei' is er een sterke correlatie. Wanneer een bedrijf meer winstgevend is, is er ook grote kans dat het sterker groeit.

Er zijn ook twee zwak positief gecorreleerde variabelen: 'Ktmschuld' en 'Gen_1', 'leeftijd' en 'bedrijfs grootte'. Als er meer korte termijnschulden zijn, is er meer kans dat het bedrijf in handen is van iemand van de eerste generatie. Dit is deels in overeenstemming met de tweede hypothese.

Ook de correlatie tussen leeftijd en bedrijfsgrootte is logisch te verklaren: een jong bedrijf gaat nog niet over zo'n grote balans beschikken dan een ouder bedrijf.

Verder zijn volgende variabelen zwak negatief gecorreleerd: 'familie' en 'bedrijfsgrootte', 'familie' en 'winstgevendheid'. Dit duidt erop dat een familiebedrijf een kleinere bedrijfsgrootte heeft en minder winstgevend is dan een niet-familiebedrijf. Ook 'leeftijd' en 'Totschuld' zijn zwak negatief correlerend. Hoe ouder een bedrijf, hoe lager de totale schuldgraad is.

Twee opvallende correlaties zijn: negatieve correlatie tussen 'bedrijfsgrootte' en 'Ktmschuld' en een positieve correlatie tussen 'bedrijfsgrootte' en 'Ltmschuld'. Dit duidt erop dat wanneer de bedrijfsgrootte toeneemt, er minder korte termijnschulden aangehouden worden maar wel meer lange termijnschulden.

Voor de sectoren valt op dat er voor sector C een negatieve correlatie is met korte termijnschulden en totale schulden. Voor sector F is er een positieve correlatie met korte termijnschulden en totale schulden. Waarbij sector C voor industrie staat en sector F voor bouwnijverheid.

Tenslotte is er een negatieve correlatie tussen 'winstgevendheid' en de drie afhankelijke variabelen. Dit duidt erop dat wanneer een bedrijf meer winstgevend is, er minder schulden aangegaan worden.

Regressies

De eerder opgestelde hypothesen zullen aanvaard of verworpen worden door het uitvoeren van volgende regressies.

Tabel 4

Regressie resultaten hypothese 1:

	Ktmschuld		Ltmschuld		Totschuld	
	B	Std. Error	B	Std. Error	B	Std. Error
Constant	0,601***	0,034	0,192***	0,025	0,793***	0,036
Familie	0,085***	0,028	0,010	0,021	-0,075**	0,030
Bedrijfsgrootte	-1,375E-09***	0,000	9,094E-10***	0,000	-4,632E-10	0,000
Leeftijd	-0,001	0,001	-0,001	0,000	-0,002**	0,001
Sector C	-0,061**	0,025	-0,021	0,018	-0,082***	0,027
Sector F	0,047*	0,028	-0,040**	0,020	0,006	0,030
Sector G	-0,018	0,025	-0,044**	0,019	-0,062**	0,027
Groei	-0,007	0,042	0,071	0,031	0,064***	0,046
Winstgevendheid	0,199***	0,076	0,254***	0,056	-0,0454	0,082
Adjusted R2	0,066		0,055		0,082	
F	6,327***		5,387***		7,680***	
N	601		601		601	

*** Significant tot een niveau van 0,01

** Significant tot een niveau van 0,05

* Significant tot een niveau van 0,1

De drie uitgevoerde regressies zijn significant. Voor allemaal wordt een p-waarde van 0,000 gevonden.

Bij zowel de korte termijn, lange termijn als totale schuldgraad zijn de meeste controlevariabelen significant.

De controlevariabele 'winstgevendheid' heeft in alle regressies een negatieve coëfficiënt. Dit was te verwachten, want als een bedrijf meer winst gaat maken, is er grote kans dat er minder schulden zullen zijn. Omdat investeringen eerder met de winst zullen gefinancierd worden.

De controlevariabele 'bedrijfsgrootte' heeft een negatieve coëfficiënt voor de korte termijn en een positieve coëfficiënt voor de lange termijn. Dit kan verklaard worden doordat grote bedrijven door hun grootte makkelijker lange termijn financiering kunnen bekomen ten opzichte van kleine bedrijven. Bij kleine bedrijven is er grotere kans op faillissementsrisico, hierdoor zullen zij meer korte termijn financiering moeten aangaan.

Bij de lange termijnschuldgraad is de coëfficiënt van 'familie' niet significant verschillend van nul. Dit is consistent met de eerder uitgevoerde t-test.

Uit bovenstaande regressies blijkt dat er een significant verschil is tussen de korte termijnschuldgraad en de totale schuldgraad van private familiebedrijven en private niet-familiebedrijven. Waarbij private familiebedrijven een kapitaalstructuur hebben met minder schulden dan private niet-familiebedrijven. Er kan dus besloten worden dat hypothese 1a en hypothese 1b bevestigd worden. Hypothese 1b kan niet bevestigd worden.

Tabel 5

Regressie resultaten hypothese 2:

	Ktmschuld		Ltmschuld		Totschuld	
	B	Std. Error	B	Std. Error	B	Std. Error
Constant	0,498***	0,029	0,226***	0,021	0,724***	0,031
Gen_1	0,055**	0,022	-0,011	0,016	0,044*	0,023
Bedrijfsgrootte	-2,65E-09***	0,000	-1,273E-10	0,000	-2,777E-09***	0,000
Leeftijd	-0,001	0,001	-0,001**	0,001	-0,002**	0,001
Sector C	-0,047*	0,026	-0,016	0,019	-0,063**	0,028
Sector F	0,036	0,029	-0,042**	0,021	-0,006	0,031
Sector G	-0,017	0,026	-0,050***	0,019	-0,068**	0,028
Groei	0,018	0,044	0,107***	0,032	0,125***	0,047
Winstgevendheid	0,344***	0,094	-0,348***	0,068	-0,692***	0,101
Adjusted R2	0,087		0,065		0,146	
F	7,207***		5,540***		12,055***	
N	520		520		520	

*** Significant tot een niveau van 0,01

** Significant tot een niveau van 0,05

* Significant tot een niveau van 0,1

De drie uitgevoerde regressies zijn significant. Voor allemaal wordt een p-waarde van 0,000 gevonden.

Net zoals bij tabel 4 is de coëfficiënt van de controlevariabele 'winstgevendheid' bij bovenstaande regressies (tabel 5) negatief. Hiervoor geldt dezelfde verklaring als bij tabel 4 werd gegeven.

De controlevariabele 'Groei' heeft een coëfficiënt die positief is en significant is voor de lange termijn- en totale schuldgraad. Familiebedrijven met een hogere groei zullen dus ook een hogere schuldgraad in hun kapitaalstructuur hebben.

Bij de lange termijnschuldgraad is de coëfficiënt van 'generatie 1' niet significant verschillend van nul. Voor de korte termijnschuldgraad en de totale schuldgraad is deze coëfficiënt wel significant en positief.

Uit bovenstaande regressies blijkt dat er een significant verschil is (tot een niveau van 0,1) tussen de totale schuldgraad van private familiebedrijven van de eerste generatie en private familiebedrijven van een latere generatie. Waarbij private familiebedrijven van de eerste generatie een hogere schuldgraad hebben in hun kapitaalstructuur vergeleken met tweede en derde generatie private familiebedrijven. Hypothese 2 wordt dus bevestigd.

Tabel 6

Regressie resultaten hypothese 3:

	Ktmschuld		Ltmschuld		Totschuld	
	B	Std. Error	B	Std. Error	B	Std. Error
Constant	0,512***	0,03	0,213***	0,022	0,724***	0,033
Gen_1xJonge CEO	0	0,05	-0,011	0,036	-0,011	0,053
Gen_1	0,05**	0,025	-0,005	0,018	0,046*	0,026
Jonge CEO	-0,034	0,026	0,034*	0,019	-9,66E-05	0,028
Bedrijfs grootte	-2,615E-09***	0,000	-1,534E-10	0,000	-2,768E-09***	0,000
Leeftijd	-0,001	0,001	-0,001*	0,001	-0,002**	0,001
Sector C	-0,047*	0,026	-0,016	0,019	-0,063**	0,028
Sector F	0,036	0,029	-0,042**	0,021	-0,006	0,031
Sector G	-0,018	0,026	-0,049***	0,019	-0,068**	0,028
Groei	0,021	0,045	0,104***	0,032	0,125***	0,048
Winstgevendheid	-0,338***	0,095	-0,351***	0,068	-0,689***	0,101
Adjusted R2	0,088		0,069		0,142	
F	6,008***		4,836***		9,613***	
N	520		520		520	

*** Significant tot een niveau van 0,01

** Significant tot een niveau van 0,05

* Significant tot een niveau van 0,1

Ook bij deze regressies zijn de meeste controlevariabelen significant. De coëfficiënt van de controlevariabelen 'Groei' en 'Winstgevendheid' is ook hier weer bij alle regressies respectievelijk positief en negatief. De grote negatieve coëfficiënt bij controlevariabele 'winstgevendheid' bij de

totale schuldgraad wijst erop dat de winstgevendheid van een familiebedrijf van de eerste generatie snel vermindert als er meer schulden worden aangegaan.

De coëfficiënt van de onafhankelijke variabele 'Gen_1xJonge CEO' voor zowel korte termijnschuldgraad, lange termijnschuldgraad als totale schuldgraad is niet significant. Dus volgens deze test zal een jongere bedrijfsleider geen positief effect hebben op de grootte van de schuldgraad van een eerste generatie familiebedrijf. Hypothese 3 wordt dus niet bevestigd. Uit deze resultaten gecombineerd met de eerder uitgevoerde t-testen en de univariate statistieken blijkt een jongere CEO zelfs eerder een negatieve impact te hebben op de grootte van de schuldgraad.

VI. Conclusie

Algemene conclusies

Er is al heel wat onderzoek gedaan in de literatuur naar de invloed van verschillende determinanten die invloed zouden hebben op de kapitaalstructuur van een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf. Vaak gaat het hier om buitenlandse onderzoeken met beursgenoteerde bedrijven. In dit onderzoek is er gefocust op Vlaamse bedrijven die niet-beursgenoteerd zijn. Vervolgens is specifiek het effect van een generatiewissel op de schuldgraad in een familiebedrijf onderzocht en ook de invloed van de leeftijd van de CEO hierop. Hierin onderscheidt dit artikel zich van de bestaande literatuur. Er was nog weinig recent onderzoek gedaan naar de invloed van generatiewissels op de schuldgraad in Vlaamse private familieondernemingen, dit ondanks duizenden familiebedrijven in de komende jaren voor een generatiewissel staan (IFB, z.d.).

Door het onderzoeken van het verschil in schuldgraad tussen private Vlaamse familiebedrijven en private Vlaamse niet-familiebedrijven blijkt dat de familiebedrijven een lagere schuldgraad hebben dan overeenkomstige niet-familiebedrijven. Dit is in overeenstemming met de bestaande literatuur hierover. Er werden significante resultaten gevonden voor zowel de korte termijnschuldgraad als de totale schuldgraad. Als er wordt gecontroleerd voor de lange termijnschuldgraad verdwijnt dit significante effect. Zoals hierboven beschreven gaan familiebedrijven vaak beslissingen nemen die niet optimaal zijn vanuit de klassieke kapitaalstructuurleer, maar die bijdragen tot het bereiken van de niet-financiële doelstellingen (socioemotional wealth) die men heeft in het familiebedrijf (Gomez-Mejia et al., 2010). Dit resultaat komt ook overeen met de studie van Mishra en McConaughy (1999) die specifiek deze relatie beschrijft tussen risicomijding door controle en het gebruik van schuldfinanciering in familiebedrijven.

Als tweede hypothese werd er getest of er een verschil is in kapitaalstructuur tussen Vlaamse private familiebedrijven van de eerste generatie en Vlaamse private familiebedrijven van tweede en derde generatie. De overgang van een familiebedrijf naar een tweede generatie heeft een gevolg op de kapitaalstructuur van het bedrijf. Namelijk dat Vlaamse private familiebedrijven van de eerste generatie een hogere schuldgraad in hun kapitaalstructuur hebben, vergeleken met tweede en derde

generatie Vlaamse private familiebedrijven. Deze bevinding is consistent met de vraagzijde literatuur. Deze komt tot de conclusie dat latere generaties vaak meer op de familie zijn gericht, meer angst hebben om de controle te verliezen en minder bereid zijn risico's te nemen in vergelijking met hun ouders. Omdat van hen wordt verwacht dat zij de familierijkdom bewaren die zij van hun ouders hebben geërfd, hebben zij vaak een sterkere voorkeur voor behoud van rijkdom in plaats van verdere vermogenscreatie (Kaye & Hamilton, 2004). Door deze voorkeur om minder risico's te nemen en controle te bewaren, zal er een kapitaalstructuur met minder schulden gehanteerd worden.

Als laatste werd er onderzocht of de leeftijd van de CEO een versterkende voorkeur voor schulden zou veroorzaken. In tegenstelling tot wat verwacht werd, heeft de leeftijd van de CEO van de eerste generatie geen negatieve invloed op de schuldgraad.

Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Hoewel deze resultaten een aanvullend inzicht geven in de kapitaalstructuur van Vlaamse private familiebedrijven, moeten er toch enkele kanttekeningen geplaatst worden. In de steekproef die gebruikt werd voor de eerste hypothese waren er slechts 81 niet-familiebedrijven op een totaal van 601 bedrijven. Deze zeer scheve verdeling van familiebedrijven ten opzichte van niet-familiebedrijven kan voor een afwijkend resultaat zorgen dat niet helemaal congruent is met de werkelijkheid.

Ook voor hypothese 3 te testen, was er maar een zeer kleine groep jonge CEO's van de eerste generatie aanwezig in de steekproef. Hierdoor kunnen de resultaten vertekend zijn ten opzichte van de werkelijkheid. Het zou nuttig zijn als er bij verder onderzoek een grotere steekproef met een gelijkwaardigere verdeling tussen variabelen wordt getest.

In deze studie is er enkel rekening gehouden met determinanten die invloed hebben op de kapitaalstructuur vanuit de vraagzijde. Doordat er geen onderscheid gemaakt is tussen vraagzijde factoren en aanbodzijde factoren, zullen deze laatste de resultaten beïnvloed hebben.

Het zou interessant zijn dat de resultaten van dit onderzoek uitgebreid worden met kwalitatief onderzoek. Om zo een beter beeld te krijgen van het risicopatroom, controlepatroom en de bijhorende kapitaalstructuur die wordt aangehouden binnen private familiebedrijven. Zo'n subjectieve determinanten zijn ook belangrijk. De financieringskeuze van een bedrijf zal immers grotendeels afhangen van de persoonlijke voorkeur van de personen die hierover beslissen. Meestal moet hier een afweging gemaakt worden tussen de voor- en nadelen van schuldfinanciering om tot een optimale schuldgraad te komen.

De voordelen zijn er omdat de kosten van schulden (interesten) aftrekbaar zijn van de belastbare winst. Dit is niet het geval bij eigen vermogen (dividenden). Hierdoor realiseert het bedrijf dus een belastingbesparing door het gebruik van schulden. De nadelen zijn de financiële moeilijkheden. Deze worden opgesplitst in directe kosten bij faillissement en indirecte kosten. De directe kosten zijn onder andere gerechtskosten en vergoedingen voor juridische en financiële experts. Onder indirecte kosten worden klanten- en leveranciersvertrouwen, verloop van werknemers en hogere rentevoeten op

leningen verstaan (Brealey et al., 2017). In hoeverre deze persoonlijke voorkeuren bij bestuurders meespelen in het bepalen van een kapitaalstructuur zou verder onderzocht kunnen worden met interviews.

Een tweede aanbeveling is het gebruiken van panel data in plaats van cross-sectional data. Omdat zo eenmalige gebeurtenissen minder zwaar zullen doorwegen en het een meer precieze analyse van de causale effecten mogelijk maakt.

Implicaties van het onderzoek

De belangrijkste bijdrage van deze studie aan de literatuur over familiebedrijven ligt in het feit dat deze studie het verschil in kapitaalstructuur van enerzijds familiebedrijven en niet-familiebedrijven en anderzijds eerste generatie familiebedrijven en latere generatie familiebedrijven bevestigt voor private ondernemingen in Vlaanderen.

Met betrekking tot de praktische implicaties van deze studie, suggereren de resultaten dat familiebedrijven minder risico's willen nemen dan niet-familiebedrijven. Binnen de groep van familiebedrijven zal de eerste generatie grotere risico's durven nemen dan latere generaties. Enerzijds zou het advies zijn aan oprichters van familiebedrijven om de volgende generatie te leren omgaan met risico's. Anderzijds is deze risicomijding niet noodzakelijk nadelig. Net zoals alle beleggers een ander risicoprofiel hebben, gaan eigenaars van een familiebedrijf ook een bepaald risicoprofiel bezitten. Een eerder voorzichtig risicoprofiel zal een familiebedrijf, vooral in tijden van economische crisis, in staat stellen om te overleven.

VII. Bronnen

Acedo-Ramirez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarette-Martinez, E. (2017). Determinants of Capital structure: Family Businesses versus Non-Family Firms. *Finance a Uver*, 67(2), 80-103.

Agrawal, A., & Nagarajan, N. J. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *The journal of finance*, 45(4), 1325-1331.

Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: Empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Sciences*, 7(3), 247-275.

Berk, J., & DeMarzo, J. (2011). *Corporate Finance*. (2nd ed.): Pearson.

Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.

Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043-1075.

- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. D., & Castrillo, L. A. (2007). The Trade-off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213.
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2017). *Fundamentals of Corporate Finance*. (9th ed.): McGraw-Hill Education.
- Chami, M. R. (2001). *What is different about family businesses?:* International Monetary Fund.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship theory and practice*, 23(4), 19-39.
- Colli, A. (2011). Contextualizing performances of family firms. *Family Business Review*, 25(3), 243-257.
- Collins, O. F., & Moore, D. G. (1964). *The Enterprising Man*. (Vol. 1): Michigan State Univ Pr.
- Croci, E., del Giudice, A., & Jankensgård, H. (2017). CEO Age, Risk Incentives, and Hedging Strategy. *Financial Management*, 46(3), 687-716.
- De Angelo, H., & De Angelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 33-69.
- Delmar, F., & Wiklund, J. (2008). The effect of small business managers' growth motivation on firm growth: A longitudinal study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 437-457.
- European Family Businesses. (2013). *Definition Family Businesses*. Geraadpleegd via <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/family-businesses/definition>
- FDNet. (2011). *Het economisch belang van familiebedrijven in België*. Geraadpleegd via https://www.familiebedrijf.be/sites/default/files/news/EcoBelangFamiliebedrijven_NL.pdf
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 100(3), 468-505.
- Gilson, S. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 241-262.
- Gilson, S. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 355-388.

Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socio- emotional wealth and business risks in family controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-37.

Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 223-253.

Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2018). Family Control and Capital Structure Choices. *SpringerBriefs in Business*, 13-40.

Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5) & (6), 711-728.

Hambrick, D. C. (2005). Upper echelons theory: Origins, twists and turns, and lessons learned. *Great minds in management: The process of theory development*, 109-127.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.

IFB. (z.d.). *Er zijn geen pasklare oplossingen voor de opvolging*. Het instituut voor het familiebedrijf. Geraadpleegd via <https://www.familiebedrijf.be/blog/er-zijn-geen-pasklare-oplossingen-voor-de-opvolging>

IFB. (z.d.). *Wat is een familiebedrijf?*. Het instituut voor het familiebedrijf. Geraadpleegd via <http://www.familiebedrijf.be/wat-is-een-familiebedrijf>

Kaye, K., & Hamilton, S. (2004). Roles of Trust in Consulting to Financial Families. *Family Business Review*, 17(2), 151-163.

Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 731-746.

Li, X., Low, A., & Makhija, A. K. (2017). Career concerns and the busy life of the young CEO. *Journal of Corporate Finance*, 47, 88-109.

Lussier, R. N., & Sonfield, M. C. (2010). A six-country study of first-, second- and third-generation family businesses. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 16(5), 414-436.

Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.

Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of finance*, 37(1), 121-144.

McConaughy, D. L., & Phillips, G. L. (1999). Founders versus Descendants: The profitability, Efficiency, Growth Characteristics and Financing in Large, Public, Founding-Family-Controlled-Firms. *Family Business Review*, 12(2), 123-131.

Miller, M. H. (1976). Debt and taxes. *The Journal of finance*, 32(2), 261-275.

Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory and practice*, 23, 53-64.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-298.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-444.

Molly, V., Laveren, E., & Jorissen, A. (2012). Intergenerational Differences in Family Firms: Impact on Capital Structure and Growth Behavior. *Entrepreneurship: Theory and practice*, 36(4), 703-725.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Naldi, L., Cennamo, C., Corbetta, G., & Gomez-Mejia, L. (2013). Preserving Socioemotional Wealth in Family Firms: Asset or Liability? The moderating Role of Business Context. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1341-1360.

Poza, E., Daugherty, M. S. (2013). *Family Business* (4th ed.): South-Western Cengage Learning.

Prendergast, C., & Stole, L. (1996) Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning. *Journal of Political Economy*, 104(6), 1105-1134.

Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital Structure Decision Making: A Model For Family Business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.

Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 257-272.

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(2), 179-194.

Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273.

Steiger, T., Duller, C., & Hiebl, M. R. (2015). No consensus in sight: an analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies. *Journal of Enterprising Culture*, 23(01), 25-62.

Stevens, J. M., Beyer, J. M., & Trice, H. M. (1978). Assessing Personal, Role, and Organizational Predictors of Managerial Commitment. *Academy of Management Journal*, 21(3), 380-396.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of finance*, 43(1), 1-19.

Wagner, D., Block, J. H., Miller, D., Schwens, C., & Xi, G. (2015). A meta-analysis of the financial performance of family firms: Another attempt. *Journal of Family Business Strategy*, 6(1), 3-13.

Xie, J. (2015). CEO career concerns and investment efficiency: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 24, 149-159.

Yim, S. (2013). The Acquisitiveness of Youth: CEO Age and Acquisition Behavior. *Journal of Financial Economics*, 43(2), 250-273.

Zhang, T., Sabherwal, S., Jayaraman, N., & Ferris, S. P. (2016). The Young and the Restless: A Study of Age and Acquisition Propensity of CEOs of UK Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(9-10), 1385-1419.