



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

### **Masterthesis**

#### ***Determinanten van het gebruik van schulden in private familiebedrijven***

#### **Lisa Nelissen**

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

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

#### **BEGELEIDER :**

Mevrouw Ellen JANSSEN



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

[www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)

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

**2019**  
**2020**



# Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische  
wetenschappen

## ***Masterthesis***

### ***Determinanten van het gebruik van schulden in private familiebedrijven***

#### **Lisa Nelissen**

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

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

#### **BEGELEIDER :**

Mevrouw Ellen JANSSEN



## Vermelding COVID-19 crisis

NL

*Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft mogelijk een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk.*

ENG

*This master thesis was written during the COVID-19 crisis in 2020. This global health crisis might have had an impact on the (writing) process, the research activities and the research results that are at the basis of this thesis.*



## Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding toegepaste economische wetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Het schrijven van deze masterproef was een leerrijke ervaring waar ik veel voldoening uit heb gehaald.

Het was echter niet mogelijk geweest om deze masterproef te schrijven zonder de hulp van een aantal mensen. Daarom zou ik deze personen graag langs deze weg willen bedanken. Eerst zou ik graag prof. dr. Sigrid Vandemaele, mijn promotor, willen bedanken om mij de kans te geven dit onderwerp uit te werken. Verder gaat mijn dank uit naar de begeleider van deze masterproef, mevrouw Ellen Janssen. Dankzij haar bemerkingen en opbouwende feedback op mijn werk ben ik tot dit resultaat gekomen. Ook haar tips met betrekking tot het empirisch gedeelte waren een belangrijke hulp voor de realisatie van deze masterproef. Tot slot bedank ik mijn vriend en familie voor hun steun, zowel tijdens het schrijven van deze masterproef, als gedurende mijn hele opleiding.

Lisa Nelissen

Maasmechelen, mei 2020



# Samenvatting

Familiebedrijven zijn een belangrijk gegeven in de Belgische economie, aangezien maar liefst 77% van alle Belgische ondernemingen familiebedrijven zijn. Voorgaand onderzoek focust voornamelijk op de verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Beslissingsprocessen in familiebedrijven kunnen namelijk beïnvloed worden door familiale doelstellingen, terwijl deze doelstellingen geen rol spelen in niet-familiebedrijven. Echter, familiebedrijven zelf zijn ook een heterogene groep en tot voor kort was er relatief weinig aandacht voor de verschillen tussen familiebedrijven onderling. De verschillen tussen familieondernemingen onderling kunnen volgens voorgaand onderzoek zelfs groter zijn dan de verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Deze masterproef gaat dieper in op de factoren die de financieringsbeslissingen binnen de heterogene groep van familiebedrijven kunnen beïnvloeden. De centrale onderzoeksvraag luidt: "Wat zijn de determinanten van het gebruik van schulden in private familiebedrijven?".

De factoren die volgens de wetenschappelijke literatuur mogelijks een invloed hebben op de financiële schuldgraad van familiebedrijven, kunnen opgesplitst worden in twee globale categorieën. De eerste categorie zijn *SEW-gerelateerde variabelen*, terwijl de tweede categorie *corporate governance-gerelateerd* is. Socioemotional wealth (SEW) staat voor 'socio-emotioneel kapitaal' en verwijst naar het idee dat in familiebedrijven ook niet-financiële, familiale doelstellingen worden nagestreefd. De niet-financiële doelstellingen worden typisch opgesplitst in verschillende dimensies. De eerste dimensie, namelijk de *F-dimensie*, verwijst naar het verlangen om familiale controle te bewaren over het familiebedrijf. Er wordt verwacht dat familiale managers die familiale controle hoog in het vaandel dragen typisch minder beroep zullen doen op financiële schulden. Het aangaan van schulden bij een financiële instelling zou namelijk een verlies aan controle teweeg kunnen brengen aangezien banken een monitoringsrol op zich nemen en er in een leenovereenkomst vaak afspraken opgenomen worden die de controle van de familieleden over het toekomstige beleid in de onderneming kunnen beperken. De *I-dimensie* staat voor de sterke mate van identificatie van de familieleden met de onderneming, waardoor er veel belang gehecht wordt aan het behouden van een goede reputatie. Hier wordt eveneens een negatief verband verwacht, aangezien een hoge schuldenlast (en eventuele betalingsproblemen) een negatieve impact kan hebben op de reputatie van het bedrijf en diens eigenaars. De *R-dimensie*, tenslotte, focust op het verlangen de onderneming over te geven aan toekomstige generaties. Door dit lange termijnperspectief hebben familiebedrijven een lagere kost van schulden, wat zou kunnen leiden tot een hogere financiële schuldgraad.

De tweede categorie variabelen zijn *corporate governance-gerelateerde variabelen*. Deze variabelen hebben onder meer betrekking tot het management en de eigendomsstructuur van de onderneming. De eerste *corporate governance-gerelateerde* variabele die onderzocht wordt, is de *risico-appetijt van de onderneming*. Hier wordt een positieve impact op de schuldgraad verwacht. Bedrijven kunnen risico-avers zijn ten opzichte van financieel risico aangezien dit mogelijk tot een faillissement zou kunnen leiden, maar ook ten opzichte van het verliezen van controle. Hoe risico-averser bedrijven zijn, des te



lager hun financiële schuldgraad is. De *afkomst (familiaal versus niet familiaal) van de CEO* zou tevens een belangrijke invloed uitoefenen op financieringsbeslissingen. Er wordt namelijk verwacht dat een familiale CEO een negatieve impact heeft op de financiële schuldgraad, aangezien voorgaand onderzoek aantoonde dat familiale CEO's intern eigen vermogen als financieringsbron verkiezen. De volgende corporate governance-gerelateerde variabelen hebben betrekking tot het aandeelhouderschap, namelijk *het aantal en de familiale generatie van aandeelhouders*. Volgens de literatuur zullen bedrijven met weinig aandeelhouders typisch meer financiële schulden aangaan, omdat de huidige aandeelhouders geen controle willen verliezen aan eventueel toekomstige aandeelhouders. Ook de familiale generatie die het eigendom in handen heeft, kan van belang zijn voor het financieringsbeleid van een familiaal bedrijf. De invloed van de generatie op de financiële schuldgraad kan op basis van de literatuurstudie zowel negatief als positief zijn. Enerzijds zijn er studies die stellen dat latere generaties sneller schulden aangaan dan stichtende generaties aangezien er de noodzaak is om het bedrijf verder uit te breiden en ze willen vermijden controle te verliezen aan andere toekomstige aandeelhouders. Anderzijds zijn er studies die stellen dat latere generaties minder snel schulden aangaan bij financiële instellingen, maar eerder extern eigen vermogen zullen gebruiken aangezien het aandeelhouderschap reeds minder geconcentreerd is.

De verwachtingen uit voorgaande literatuur worden binnen deze masterproef empirisch getest aan de hand van een regressieanalyse op een secundaire dataset<sup>1</sup> bestaande uit 345 Belgische private familiebedrijven. De afhankelijke variabele van de regressie is de financiële schuldgraad van de onderneming in 2018. De onafhankelijke variabelen zijn enerzijds SEW-gerelateerd, en anderzijds corporate governance-gerelateerd. De resultaten tonen aan dat geen enkele SEW-gerelateerde variabele een statistisch significant verband vertoont met de financiële schuldgraad. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de FIBER-schaal geen goede manier is om SEW te meten. In voorgaand onderzoek werd reeds kritiek op de FIBER-schaal geuit en de resultaten van dit onderzoek lijken te bekrachtigen dat de FIBER-schaal suboptimaal is om SEW te meten. Een andere verklaring zou kunnen zijn dat SEW geen (directe) invloed uitoefent op de schuldgraad, maar dat het een indirect effect heeft. Of mogelijk oefent SEW slechts een invloed uit op een beperkte groep ondernemingen, bijvoorbeeld waar ook het topmanagement uit familieleden bestaat.

De corporate governance variabelen, daarentegen, spelen wel een belangrijke rol binnen het financieringsbeleid van een familiebedrijf. Zo blijkt dat de risico-appetijt, het aantal aandeelhouders en de familiale aard van de CEO goede voorspellers zijn van de graad van financiële schulden. Het aanstellen van een niet-familiale CEO, het verlagen van het aantal aandeelhouders en het verhogen van de risico-appetijt zullen een positief effect uitoefenen op de financiële schuldgraad van de onderneming.

---

<sup>1</sup> De gegevens gebruikt binnen deze masterproef werden verzameld in het kader van een lopend doctoraatsonderzoek naar de gevolgen van eigendomsoverdrachten in familiale ondernemingen. De relevante surveygegevens werden gecombineerd met Bel-First data en vervolgens geanonimiseerd aangeleverd.

Deze masterproef draagt bij aan voorgaand onderzoek aangezien het dieper ingaat op de verschillende factoren die een rol kunnen spelen in de financieringsbeslissingen in familieondernemingen. De theoretische kloof over de kapitaalstructuurbeslissingen in familiebedrijven wordt getracht in deze masterproef deels te overbruggen door na te gaan welke SEW-gerelateerde en welke corporate governance-gerelateerde variabelen een impact hebben op de financiële schuldgraad van familieondernemingen. Een beperking van dit onderzoek is dat er gebruik werd gemaakt van een secundaire dataset, waardoor er gewerkt werd met de FIBER-schaal. Indien het mogelijk zou zijn om dit onderzoek te doen met een primaire dataset, zou het interessant zijn om te onderzoeken of andere schalen om SEW te meten wel significante resultaten zouden opleveren. Een SEWi-schaal (*socioemotional wealth importance*) of een REI-schaal (bestaande uit de R-, E-, en I-componenten van FIBER) zou eventueel wel significante resultaten kunnen opleveren. Bovendien zou een primaire dataset het ook mogelijk maken om rekening te houden met de mediërende rol van andere variabelen, zoals de rol van de Raad van Bestuur. Dit was met deze steekproef niet mogelijk aangezien dit een halvering van de sample zou betekenen.

In deze masterproef werd een kwantitatief onderzoek uitgevoerd. Een kwalitatief onderzoek echter zou ertoe kunnen bijdragen om na te gaan waarom bepaalde factoren, zoals het aanstellen van een professionele CEO, de schuldgraad beïnvloeden. Zo zou het financiële beslissingsproces bij familiebedrijven beter in kaart gebracht kunnen worden en zou nagegaan kunnen worden welke rol bijvoorbeeld de Raad van Bestuur speelt bij het aangaan van financiële schulden.

Tenslotte focust deze masterproef op Belgische private familiebedrijven. Deze behoren tot een *bank-based* economie. Dit wil zeggen een economie waar financiële instellingen centraal staan. Indien dit onderzoek zou zijn uitgevoerd in een *market-based* economie, waar aandelenmarkten centraal staan, zouden misschien andere resultaten bekomen worden. In een *market-based* economie zou namelijk verwacht kunnen worden dat bedrijven minder financiële schulden aangaan, maar hun investeringen eerder financieren met extern eigen vermogen. In een *bank-based* economie neemt een bank namelijk een sterke monitoringsrol op zich, terwijl dit in een *market-based* economie minder voorkomt.

Een praktische implicatie van dit onderzoek is dat eigenaars van familiebedrijven kunnen nagaan welke factoren hun financieringsbeslissingen beïnvloeden. Bijvoorbeeld wanneer ze een professionele CEO willen aanstellen, is het mogelijk dat hun financiële schuldgraad zal stijgen. Ook financiële instellingen krijgen door dit onderzoek beter inzicht in de drijfveren achter de financieringsbeslissingen van hun klanten en kunnen zo nagaan waarom hun klanten al dan niet een lening bij hun aangaan.



# Inhoudsopgave

1. Probleemstelling en onderzoeksaanpak .....	1
1.1 Probleemstelling.....	1
1.2 Onderzoeksaanpak .....	3
2. Wat zijn familiebedrijven en hoe verschillen deze van hun niet-familiale tegenhanger?.....	5
2.1 Wat is een familiebedrijf? .....	5
2.2 <i>Corporate governance</i> in familiebedrijven.....	6
2.3 Strategische beslissingen .....	9
3. Welke kapitaalstructuurtheorieën kunnen de schuldfinancieringskeuze van familiebedrijven verklaren? .....	11
3.1 <i>Agency</i> theorie.....	11
3.2 <i>Pecking order</i> theorie.....	13
3.3 <i>Socioemotional wealth</i> theorie (SEW).....	13
4. Welke factoren beïnvloeden de schuldgraad in familiebedrijven?.....	19
4.1 Socio-emotioneel kapitaal.....	19
4.2 <i>Corporate governance</i> .....	21
5. Data en methodologie .....	27
5.1 Data .....	27
5.2 Methodologie .....	27
6. Analyse en resultaten.....	33
6.1 Beschrijvende analyse.....	33
6.2 Correlatieanalyse.....	36
6.3 <i>Variance inflation factor</i> .....	39
6.4 Regressieanalyse.....	39
6.5 Robuustheidstest.....	43
7. Conclusie.....	45
7.1 Bespreking van de resultaten .....	45
7.2 Theoretische en praktische implicaties .....	48
7.3 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek .....	49
8. Bronnenlijst .....	51



# 1. Probleemstelling en onderzoeksplan

## 1.1 Probleemstelling

Familiebedrijven zijn een grote speler in het Belgische ondernemingslandschap. Volgens het Family Business Network Belgium (FBN) zijn 77% van alle ondernemingen met personeel familiebedrijven, en daarmee verzorgen deze tevens maar liefst 45% van de totale werkgelegenheid in België. Op grotere schaal, in de Europese Unie, zijn er in totaal meer dan 14 miljoen familiebedrijven. Deze zorgen voor meer dan 60 miljoen jobs in de private sector (European Family Businesses). Dit komt overeen met 40-50% van de totale werkgelegenheid in de EU (EFB). Familiebedrijven hebben met andere woorden een prominente rol in de Belgische – maar ook de Europese – economie. Daarom is het van essentieel belang om een beter inzicht te verwerven in deze bedrijven, hun investeringsbeslissingen en kapitaalstructuur.

De kapitaalstructuur van een bedrijf heeft een invloed op de waarde (Vieira, 2017), de groeimogelijkheden en het overleven van het bedrijf (Koropp, Kellermanns, Grichnik & Stanley, 2014). Financieringsbronnen die bedrijven ter beschikking hebben wanneer ze investeringen overwegen te maken, zijn schulden (extern vreemd vermogen), extern eigen vermogen, en intern eigen vermogen (Gallo, Tàpies & Cappuyns, 2004; Michiels & Molly, 2017). Omwille van het risico-averse karakter van familiebedrijven langs de ene kant, en het verlangen om controle over het bedrijf te bewaren langs de andere, kan geargumenteed worden dat intern eigen vermogen als financieringsbron over het algemeen de voorkeur van familiebedrijven geniet, gevolgd door extern vreemd vermogen en tenslotte extern eigen vermogen (Koropp et al., 2014; González, Guzmán, Pombo & Trujillo, 2013).

Michiels en Molly (2017) merken op dat er verschillende theoretische kaders gebruikt kunnen worden om financieringskeuzes in familiebedrijven te verklaren. De drie meest voorkomende theorieën in voorgaand onderzoek zijn de agency theorie, de pecking order theorie en de socioemotional wealth (SEW) theorie (Michiels & Molly, 2017). Agency theorie stelt dat er een agency probleem is tussen aandeelhouders en managers (principaal-agent probleem, type I-probleem) en tussen aandeelhouders onderling (principaal-principaal probleem, type II-probleem) (Jensen & Meckling, 1976), waarvoor schuldfinanciering een oplossing zou kunnen bieden. De pecking order theorie gaat ervan uit dat er asymmetrische informatie is tussen managers en aandeelhouders waardoor het interessanter is voor bedrijven om een bepaalde rangorde in financieringsbronnen te hanteren (intern eigen vermogen, gevolgd door extern vreemd vermogen, gevolgd door extern eigen vermogen) (Myers & Majluf, 1984). De SEW theorie tenslotte, heeft als uitgangspunt dat familiebedrijven ook niet-financiële doelstellingen kunnen nastreven (in hun financiële besluitvorming) die de familie ten goede komen, maar niet noodzakelijk winstgevend zijn voor het bedrijf (Gomez-Mejia, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007).

Deze theorieën kunnen helpen om de financieringsbeslissingen in familiebedrijven te verklaren ten opzichte van de financieringsbeslissingen in niet-familiale bedrijven. Asymmetrische informatie in het kader van pecking order theorie is bijvoorbeeld zeer belangrijk, omdat deze asymmetrische informatie er bijvoorbeeld voor kan zorgen dat banken (die extern vreemd vermogen aanleveren) niet voldoende op de hoogte zijn van de waarde van het bedrijf, waardoor de familieonderneming slechtere voorwaarden voor een lening zal bekomen. *Socioemotional wealth* theorie is dan weer relevant om beter te begrijpen waarom een familiebedrijf er bijvoorbeeld minder snel voor zal kiezen om extern eigen vermogen als financieringsbron te gebruiken, vergeleken met hun niet-familiale tegenhangers.

Michiels en Molly (2017) geven aan dat voorgaand onderzoek vooral focust op het onderscheid tussen familiebedrijven en niet-familiale bedrijven wanneer een financieringsbron gekozen wordt, maar dat verschillen binnen familiebedrijven tot nog toe relatief weinig in aanmerking genomen werden. Chua, Chrisman, Steier en Rau (2012) wijzen erop dat de verschillen tussen familieondernemingen onderling zelfs potentieel groter zijn dan verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Daarom zal deze masterproef focussen op een bepaald aspect van de kapitaalstructuur van private familiebedrijven, namelijk op de beslissing om schulden als financieringsbron te gebruiken.

Michiels en Molly (2017) geven aan dat de beslissing om schulden aan te gaan in familiebedrijven reeds onderzocht werd in de literatuur. Langs de ene kant kan vastgesteld worden dat familiebedrijven schulden verkiezen boven extern eigen vermogen, hoewel er langs de andere kant een sterkere aversie ten opzichte van financiële moeilijkheden is (Michiels & Molly, 2017). Bovendien geven Michiels en Molly (2017) aan dat er tot op heden voornamelijk onderzoek naar schulden in familiebedrijven werd gedaan in publieke familieondernemingen. Beslissingen met betrekking tot de kapitaalstructuur in familiebedrijven werd tot op heden hoofdzakelijk verklaard door *agency* theorie, terwijl er (te) weinig aandacht werd geschonken aan hoe gedragsmatige kenmerken en socio-emotioneel kapitaal deze beslissingen beïnvloeden. Zo benadrukken Michiels en Molly (2017) dat er meer aandacht zou moeten zijn voor het verband tussen de kenmerken van de familie (bijvoorbeeld de houding van de familie ten opzichte van schulden) en de beslissingen met betrekking tot de kapitaalstructuur van de onderneming. De heterogeniteit die er in familiebedrijven is, kan volgens Michiels en Molly (2017) opgedeeld worden in heterogeniteit met betrekking tot de doelstellingen, de *governance*, de grootte, en het land van de familieonderneming.

In het empirisch onderzoek in het laatste deel van deze masterproef zal de schuldgraad van familiebedrijven als afhankelijke variabele onderzocht worden. Onafhankelijke variabelen die onderzocht zullen worden, kunnen verdeeld worden in SEW-gerelateerde componenten enerzijds, en *corporate governance*-gerelateerde componenten anderzijds. Enkele voorbeelden van onafhankelijke variabelen waar dieper op ingegaan zal worden in het empirisch deel, zijn een aantal componenten van FIBER (deze worden uitvoerig besproken in de literatuurstudie) voor de SEW-gerelateerde variabelen. Voor de *corporate governance*-gerelateerde variabelen, zijn dit onder andere het aantal aandeelhouders, de risico-aversie en het soort CEO dat aan het hoofd van de onderneming staat.

Op deze manier komt het empirisch deel van deze masterproef (deels) tegemoet aan de bemerking van Michiels en Molly (2017) om te focussen op de heterogeniteit binnen familiebedrijven en het zwaartepunt te leggen op private ondernemingen. Zo wordt er gezocht naar het verband, indien er een verband is natuurlijk, tussen kenmerken van de familie enerzijds, en kapitaalstructuurbeslissingen anderzijds.

Michiels en Molly (2017) merken eveneens op dat er tot op heden nog te weinig onderscheid wordt gemaakt tussen de vraag- en aanbodzijde van financiering van familiebedrijven. Zij stellen zich namelijk de vraag dat indien familiebedrijven minder schulden hebben, dit ligt aan het feit dat ze zelf risico-avers zijn (vraag), of dat ze simpelweg geen bijkomende leningen kunnen verkrijgen (aanbod)? In deze masterproef ligt het zwaartepunt op de vraagzijde, aangezien er wordt nagegaan wat de positie is van het familiebedrijf ten opzichte van schulden en wat deze beïnvloedt.

## 1.2 Onderzoeksaanpak

Deze masterproef gaat dieper in op de onderzoeksvraag: **“Wat zijn de determinanten van het gebruik van schulden in private familiebedrijven?”**

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden, zullen volgende deelvragen door middel van een literatuurstudie behandeld worden:

- Wat zijn familiebedrijven?
- Welke kapitaalstructuurtheorieën kunnen de schuldfinancieringskeuze van familiebedrijven verklaren?
- Welke factoren beïnvloeden de keuze voor schulden als financieringsbron in familiebedrijven?

De eerste deelvraag gaat dieper in op de definitie van familiebedrijven en in welke mate familiebedrijven onderling kunnen verschillen, bijvoorbeeld in welke mate de stichtende familie nog betrokken is in het bedrijf (op gebied van zowel aandeelhouderschap als management), door de generatie die het bedrijf nu bestuurt, ... Bovendien wordt verder onderzocht wat de verschillen zijn tussen familiebedrijven en niet-familiale bedrijven.

In de tweede deelvraag wordt het theoretisch denkkader uitgediept door de verschillen tussen de twee soorten bedrijven te verklaren aan de hand van onder andere de agency theorie, de pecking order theorie, en de SEW theorie. In het kader van deze theorieën wordt nagegaan waarom financieringsbeslissingen in familiebedrijven anders kunnen zijn dan in niet-familiale bedrijven.

De derde deelvraag focust specifiek op de schuldgraad in familiebedrijven. In deze deelvraag komen verschillende factoren aan bod die een effect zouden kunnen hebben op de beslissing om al dan niet schulden als financieringsbron te gebruiken, bijvoorbeeld de mate van risico-aversie van het familiebedrijf, de generatie, de angst om controle te verliezen, het soort CEO dat het familiebedrijf



momenteel bestuurt, ... Hier wordt een onderscheid gemaakt tussen SEW-gerelateerde elementen, en elementen die een verband hebben met *corporate governance*. In deze deelvraag wordt eveneens een model opgesteld, dat weergeeft welke hypothesen in het empirisch deel van deze masterproef getoetst zullen worden.

In het laatste deel van deze masterproef zal met behulp van een secundaire dataset, ter beschikking gesteld door drs. Ellen Janssen, de begeleider van deze masterproef, kwantitatief onderzocht worden welke invloed (indien deze er is) de factoren uit de derde deelvraag van de literatuurstudie hebben op de beslissing om schulden aan te gaan in familiebedrijven.

## 2. Wat zijn familiebedrijven en hoe verschillen deze van hun niet-familiale tegenhanger?

### 2.1 Wat is een familiebedrijf?

Het staat vast dat familiebedrijven een integraal onderdeel van de hedendaagse economie en samenleving zijn. Over de precieze definitie van een familiebedrijf echter, is er minder consensus. Zo beschrijft *Het instituut voor het familiebedrijf* een familiebedrijf als volgt:

“Een onderneming wordt, ongeacht de omvang, als een familiebedrijf beschouwd als de meerderheid van het stemrecht op de algemene vergadering in handen is van de oprichter of de eigenaar van de onderneming en zijn familie. [...] Indien het familiebedrijf beursgenoteerd is – zoals Bekaert, Sioen of Vandeveldde in België – volstaat het dat de familie vijftwintig procent van de stemkracht bezit. [...] De tweede voorwaarde is dat minstens één vertegenwoordiger van de familie actief is in het management of het bestuur van het bedrijf.” (IFB Online)

Er zijn volgens *Het instituut voor het familiebedrijf* met andere woorden 2 criteria die ervoor zorgen dat een onderneming als familiebedrijf beschouwd kan worden, namelijk de meerderheid van het stemrecht (of voor beursgenoteerde bedrijven, minstens 25% van de aandelen), en een vertegenwoordiger van de familie moet actief zijn in het management of in het bestuur van de onderneming. *The Family Business Network Belgium (FBN)* hanteert dezelfde definitie.

Gomez-Mejia, Berrone en de Castro (2011) geven echter aan dat er in de empirische literatuur verscheidene criteria gehanteerd worden om een familiebedrijf te definiëren. Deze zijn, onder meer, het feit dat één familie het merendeel van de aandelen in zijn bezit moet hebben (Gallo & Sveen, 1991), dat één familie meer dan 50% van het stemrecht moet hebben (Westhead, Cowling & Howarth, 2001), of dat één familie minstens 5% van de aandelen moet bezitten én er ten minste één persoon met familiebanden in de Raad van Bestuur actief moet zijn (Gomez-Mejia, Larraza-Kintana & Makri, 2003). Deze verscheidenheid aan definities is niet noodzakelijk negatief, aangezien Gomez-Mejia et al. (2011) erop wijzen dat elke definitie specifiek is voor de bedrijfscontext waarin ze gebruikt wordt.

In deze masterproef, en meer specifiek, in het empirisch deel, zal de definitie van *Het instituut voor het familiebedrijf* gehanteerd worden om te beslissen of een bedrijf al dan niet als een familiebedrijf beschouwd kan worden.

## 2.2 Corporate governance in familiebedrijven

Na het verschaffen van meer duidelijkheid omtrent de definitie van een familiebedrijf, is het relevant om stil te staan bij de rol van de familie in dit soort onderneming en welke invloed de familie heeft op de *corporate governance* in de onderneming. Koropp, Grichnik en Kellermanns (2013) wijzen er namelijk op dat het belangrijk is om rekening te houden met het concept 'familie' als contextuele factor wanneer economisch gedrag in familiebedrijven onderzocht wordt.

Anderson, Mansi en Reeb (2003) merken op dat stichtende families in familiebedrijven een uniek soort investeerders zijn. Zij hechten namelijk in hogere mate dan andere aandeelhouders belang aan het overleven van de onderneming. Dit is zelfs belangrijker dan aan het maximaliseren van hun rijkdom (Anderson et al., 2003). Er spelen bij stichtende families immers meerdere factoren mee, zoals onder andere het feit dat hun familiebezit niet gediversifieerd is (ze hebben vaak al hun rijkdom in de onderneming geïnvesteerd), de wens om het bedrijf aan toekomstige generaties over te dragen, en de bezorgdheid over de reputatie van hun familie (Anderson et al., 2003).

### 2.2.1 Raad van Bestuur

De rol van de familie is niet enkel belangrijk in het operationele gebeuren van de onderneming. De familie heeft namelijk ook een invloed op de Raad van Bestuur van het familiebedrijf. Zo geven Che en Langli (2015) aan dat de rol van de Raad van Bestuur in kleine en middelgrote familiebedrijven anders is dan in grote, publieke bedrijven. In kleine tot middelgrote familieondernemingen is er namelijk vaak sprake van een geconcentreerde eigendomsstructuur en is de familie ook vaak betrokken bij het alledaagse beheren van het bedrijf (Che & Langli, 2015). Volgens Che en Langli (2015) verdient dit fenomeen om deze reden verdere uitdieping, aangezien de Raad van Bestuur en de eigendomsstructuur onder meer belangrijke factoren zijn die de prestaties van een bedrijf mee bepalen (Jensen & Meckling, 1976).

Wanneer een familie een groot deel van de aandelen van een onderneming in handen heeft, ziet deze familie volgens Gomez-Mejia et al. (2011) de Raad van Bestuur mogelijk als een manier om hun controle en grip op het bedrijf te verstevigen. Bovendien kan de familie door hun plek in de Raad van Bestuur het topmanagement (voor zover deze niet tot de familie behoort) onder druk te zetten om de doelstellingen van de familie na te streven (Gomez-Mejia et al., 2011). Bovendien werkt een hoge concentratie van aandelen in de hand dat de familie een Raad van Bestuur kan samenstellen dat de voorkeuren van de familie actief ondersteunt, of op zijn minst niet tegenwerkt (Gomez-Mejia et al., 2011). In de praktijk zal volgens Gomez-Mejia et al. (2011) daarom een Raad van Bestuur die overheerst wordt door familieleden zich vertalen in strategische keuzes die de doelstellingen van de familie ondersteunen.

## 2.2.2 Aandeelhouders

Het feit dat de familie een beduidende rol speelt in een familiebedrijf, staat buiten kijf. De vraag welke generatie aan het hoofd van de onderneming staat, is echter ook pertinent, aangezien de houding van een stichtende generatie ten aanzien van de familieonderneming anders is dan de houding van een latere generatie. Met andere woorden, de generatie die momenteel hoofdaandeelhouder is in de onderneming, speelt een belangrijke rol in het beleid van de onderneming.

Bacci, Cirillo, Mussolino en Terzani (2018) geven aan dat de prioriteiten van de familie over de verschillende generaties heen kunnen veranderen. Zij gaan ervan uit dat wanneer een latere generatie de macht heeft in een onderneming, de emotionele band met het bedrijf minder centraal zal staan dan bij de stichtende generatie (Bacci et al., 2018). Dit heeft gedeeltelijk te maken met het feit dat, naarmate een latere generatie aan het hoofd van het familiebedrijf staat, de eigendomsstructuur minder geconcentreerd is, waardoor er meer aandeelhouders zullen zijn in de onderneming (Bacci et al., 2018).

Gomez-Mejia et al. (2011) voegen hieraan toe dat de drang om het socio-emotionele kapitaal van de familie te bewaren, verzwakt wanneer een latere generatie aan het hoofd van de onderneming staat. Naarmate een latere generatie de macht heeft in het familiebedrijf, des te meer zal de focus gelegd worden op financiële doelstellingen in plaats van op familiale doelstellingen (Gomez-Mejia et al., 2011). Deze socio-emotionele rijkdom en familiale doelstellingen komen in de volgende deelvraag van deze masterproef uitgebreid aan bod.

Er kunnen drie verschillende stadia onderscheiden worden wanneer gesproken wordt over de verschillende generaties in een familiebedrijf (Gomez-Mejia et al., 2007). Zo is er het eerste stadium, ook wel het *founding-family controlled* stadium genoemd, de fase waarin de stichtende familie het bedrijf volledig onder zijn hoede heeft (zowel wat betreft het dagelijkse gebeuren binnen het bedrijf, als het bezit van het merendeel van de aandelen) (Gomez-Mejia et al., 2007). Het tweede stadium wordt door Gomez-Mejia et al. (2007) het *ownership and management by extended family* stadium genoemd. In deze fase van de onderneming staat de stichtende familie niet meer aan het roer van het bedrijf, maar is hun rol overgenomen door andere familieleden, bijvoorbeeld door hun kinderen. Het derde stadium heet *ownership by extended family, professionally managed* (Gomez-Mejia et al., 2007). Hier zal de uitgebreide familie nog het merendeel van de aandelen in zijn bezit hebben, maar zijn er professionele managers die de leiding hebben over het bedrijf. Naarmate dat het bedrijf in een latere fase terechtkomt, des te minder zal een verlies aan SEW meespelen in de beslissingen die gemaakt moeten worden (Gomez-Mejia et al., 2007).

## 2.2.3 Management (CEO)

Wanneer men spreekt over de (toegevoegde) waarde van een familie dat aan het hoofd staat van een bedrijf, is het belangrijk om in acht te nemen welke generatie op dat moment de leiding heeft. Villalonga

en Amit (2006) hebben empirisch onderzocht welke generatie het meeste toegevoegde waarde creëert in een familiebedrijf, en zij hebben kunnen concluderen dat wanneer de oprichter van het bedrijf CEO is, of als voorzitter in de Raad van Bestuur zetelt, dit bijkomende waarde creëert. Villalonga en Amit (2006) stellen vast dat de toegevoegde waarde van de oprichter als voorzitter van de Raad van Bestuur bijna even groot is als wanneer hij CEO is van het bedrijf. De reden hiervoor is namelijk dat de oprichter vaak waardevolle deskundigheid met zich meebrengt. Deze deskundigheid komt in eender van deze twee rollen tot uiting en kan een meerwaarde voor de onderneming betekenen (Villalonga & Amit, 2006).

Weten welke generatie van de familie momenteel de leiding heeft over de onderneming en hoe het aandeelhouderschap verdeeld is, is zoals aangegeven in bovenstaande paragraaf, uitermate belangrijk. Bovendien is het eveneens interessant om nader te onderzoeken welke rol de CEO van de onderneming speelt in familiebedrijven, en in welke mate deze verschilt van niet-familiale ondernemingen.

Anderson, Duru en Reeb (2012) onderscheiden drie soorten CEO's: de *founder CEO*, de *descendant CEO*, en de *professional CEO*. Deze lopen enigszins gelijk met de stadia die beschreven werden bij de verschillende generaties (Gomez-Mejia et al., 2007). Zo hoort de *founder CEO*, de 'stichter CEO' bij het *founding-family controlled* stadium, terwijl de *descendant CEO* ('afstammeling CEO') en *professional CEO* ('professionele CEO') respectievelijk gelinkt kunnen worden aan het *ownership and management by extended family* stadium en het *ownership by extended family, professionally managed* stadium.

Buiten het feit dat de generatie waartoe de CEO behoort belangrijk is, is het ook essentieel om er zich bewust van te zijn dat de CEO van een familiebedrijf twee overlappende rollen vervult (Gomez-Mejia et al., 2003). Deze rollen zijn volgens Gomez-Mejia et al. (2003) zijn werkrol (als vertegenwoordiger van de onderneming) langs de ene kant, en zijn familierol (als vervuller van familieverplichtingen) langs de andere kant. Een familiale CEO, of met andere woorden een CEO die een band heeft met de familie (dus een stichter CEO of een afstammeling CEO) heeft in principe een sterkere (emotionele) binding aan het bedrijf. Door deze binding zou verwacht kunnen worden dat dit soort CEO bijgevolg minder zal verdienen dan een professionele CEO (Gomez-Mejia et al., 2003). Het is namelijk onwaarschijnlijk dat een familiale CEO een andere betrekking zal zoeken op de (externe) arbeidsmarkt, met als gevolg dat de familiale CEO niet het beste aanbod zal kunnen kiezen (Gomez-Mejia et al., 2003). Deze verwachting blijkt volgens empirisch onderzoek van Gomez-Mejia et al. (2003) gegrond, aangezien zij hebben kunnen vaststellen dat familiale CEO's gemiddeld minder verdienen dan professionele CEO's.

Gomez-Mejia et al. (2007) maken een onderscheid tussen twee soorten bedrijfsrisico waarmee een onderneming in aanraking kan komen. Deze zijn *performance hazard* risico langs de ene kant, en *venturing of entrepreneurial* risico langs de andere kant. *Performance hazard* risico is het risico dat een bedrijf ondermaats zal presteren, terwijl *venturing* risico het risico is dat een bedrijf aangaat wanneer het op zoek gaat naar innovatie of naar nieuwe opportuniteiten. *Venturing* risico kan een hogere variantie in de resultaten met zich meebrengen. Gomez-Mejia et al. (2007) geven aan dat familiebedrijven eerder negatief staan ten opzichte van *venturing* risico, terwijl ze *performance hazard* risico makkelijker kunnen

aanvaarden. Huybrechts, Voordeckers en Lybaert (2013) onderzoeken welk effect de CEO van een familiebedrijf heeft op de houding ten opzichte van *venturing* risico, aangezien dit soort risico nodig is om een innovatieve en ondernemende strategie na te streven in een bedrijf (Huybrechts et al., 2013). Hun empirisch onderzoek toont aan dat een niet-familiale CEO aan het begin van zijn arbeidscontract in het familiebedrijf een positief effect zal hebben op het nemen van *venturing* risico, maar na enkele jaren stijgt het psychologisch eigenaarschap dat de professionele CEO ten aanzien van het familiebedrijf heeft en zal hij bijgevolg minder risico's willen nemen (Huybrechts et al., 2013).

## 2.3 Strategische beslissingen

### 2.3.1 Investeringsbeslissingen

De investeringsbeslissingen die een familiebedrijf maakt, zijn in bepaalde opzichten anders dan die van zijn niet-familiale tegenhanger. Zo is de investeringshorizon van een familiebedrijf doorgaans van langere termijn dan die van een niet-familiebedrijf (Cheng, 2014; Díaz-Díaz, García-Teruel & Martínez-Solano, 2016). Volgens Cheng (2014) duidt deze langere investeringshorizon erop dat familiebedrijven het zwaartepunt leggen op de waarde van de onderneming op lange termijn, ten opzichte van andere bedrijven die eerder een korte termijnperspectief zouden hanteren.

Een ander aspect dat een belangrijke rol speelt in de investeringsbeslissingen van familiebedrijven is hun risico-appetijt. Gomez-Mejia et al. (2011) geven aan dat voorgaand onderzoek ervan uitgaat dat familiebedrijven over het algemeen meer risico-avers zijn dan hun niet-familiale tegenhangers. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de rijkdom van de familieleden in de regel meer geconcentreerd is, namelijk in één bedrijf, ten opzichte van andere investeerders die in meerdere bedrijven aandelen kopen (Gomez-Mejia et al., 2011; Anderson et al., 2003). Echter, empirisch onderzoek van Gomez-Mejia et al. (2011) toont aan dat familiebedrijven soms meer, maar soms ook minder risico-appetijt vertonen op het gebied van strategische keuzes voor de onderneming ten opzichte van niet-familiebedrijven. Dit betekent echter niet dat deze ondernemingen irrationeel handelen. Gomez-Mejia et al. (2011) brengt dit gedrag in verband met de SEW theorie. Deze theorie wordt uitvoerig behandeld in de volgende deelvraag, maar in deze fase, in het kader van risico-appetijt, is het belangrijk om aan te geven dat het streven naar socio-emotioneel kapitaal een invloed kan hebben op het risicogedrag van een familiebedrijf. Wanneer een bedrijf het risico op het verlies van socio-emotionele rijkdom wil reduceren, kan dit soms een hoger financieel risico met zich meebrengen (Gomez-Mejia et al., 2011). Met andere woorden, een familiebedrijf dat een hoger financieel risico aangaat, handelt niet noodzakelijk irrationeel, daar het mogelijk is dat dit hoger financieel risico een lager risico voor het socio-emotioneel kapitaal met zich meebrengt.

De duur van de investeringshorizon en de risico-appetijt van een familiebedrijf spelen dus een grote rol in het maken van investeringsbeslissingen en in de beslissing om een bepaalde financieringsbron te gebruiken.

### 2.3.2 Diversificatie

Zoals eerder aangegeven, hebben families die aan het hoofd van familiebedrijven staan, geen gediversifieerd portfolio, aangezien ze doorgaans slechts in één bedrijf investeren (Gomez-Mejia et al., 2011; Anderson et al., 2003). Bovendien is het familiebedrijf zelf ook vaak niet gediversifieerd (Gomez-Mejia et al., 2011; Anderson & Reeb, 2003).

Gomez-Mejia et al. (2011) geven drie mogelijke verklaringen aan het gebrek aan bedrijfsdiversificatie. De eerste verklaring is dat voor diversificatie vaak externe financieringsbronnen noodzakelijk zijn (Gomez-Mejia et al., 2011). Zoals eerder opgemerkt, verkiezen familiebedrijven over het algemeen interne financieringsbronnen. Een tweede verklaring is dat er vaak een gespecialiseerde expertise nodig is – een gegeven dat eveneens niet vaak beschikbaar is in familiebedrijven (Gomez-Mejia et al., 2011). Tot slot geven Gomez-Mejia et al. (2011) aan dat de derde reden het feit is dat wanneer een bedrijf een nieuwe markt betreedt, dit vaak veranderingen teweegbrengt. Echter zouden deze veranderingen weerstand bij de familieleden in de hand kunnen werken, aangezien zij het gevoel zouden kunnen hebben dat hun invloed en hun macht in het bedrijf bedreigd zouden kunnen worden (Gomez-Mejia et al., 2011).

### 3. Welke kapitaalstructuurtheorieën kunnen de schuldfinancieringskeuze van familiebedrijven verklaren?

#### 3.1 Agency theorie

De eerste theorie die in deze masterproef besproken wordt, is *agency* theorie aangezien deze theorie ook in de literatuur een zeer prominente rol speelt. De grondleggers van *agency* theorie, Jensen en Meckling (1976), stellen dat de mens een rationeel wezen is dat steeds op zoek is naar een manier om zijn of haar eigen nut (individueel nut) te maximaliseren. Agenten werken in opdracht van principalen, en in een bedrijfscontext zouden managers – of het management algemeen – gezien kunnen worden als agenten, terwijl de aandeelhouders de rol van principalen vervullen.

Wanneer agenten en principalen hetzelfde nut nastreven, is er in principe geen probleem. Wanneer agenten en principalen een ander nut nastreven, kan dit echter wel zorgen voor een *agency* probleem, in het bijzonder wanneer de agent zijn individueel nut gaat maximaliseren ten koste van de principaal (Jensen & Meckling, 1976). De kans op dit *agency* probleem is zeer hoog, en het doel van *agency* theorie is daarom het verminderen van *agency* kosten voor principalen door interne controles op te leggen die ervoor zorgen dat het egoïstisch gedrag van agenten onder controle wordt gehouden (Jensen & Meckling, 1976; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Vooral in bedrijven waar de aandeelhouders en de managers niet dezelfde personen zijn, en wanneer deze personen uiteenlopende doelstellingen hebben, komen *agency* problemen het meest regelmatig voor (Fama & Jensen, 1983; Che & Langli, 2015). Anderson et al. (2003) stellen dat de eigendomsstructuur van een onderneming een invloed heeft op de *agency* problemen die in het bedrijf kunnen voorkomen.

Er kunnen verschillende types *agency* problemen onderscheiden worden. Type I-*agency* problemen zijn agent-principaal problemen, zoals hierboven beschreven, namelijk wanneer managers niet in het beste belang van de aandeelhouders handelen (Cheng, 2014). Dit soort *agency* problemen zullen volgens Cheng (2014) in familiebedrijven echter minder vaak voorkomen, aangezien aandeelhouders en managers regelmatig dezelfde personen zijn in familiebedrijven. Wanneer dit niet het geval is, hebben aandeelhouders een sterke drijfveer om managers goed te monitoren (omdat het aandeelhouderschap in familiebedrijven vaak geconcentreerd is en er dus veel van hun eigen rijkdom op het spel staat) (Cheng, 2014). Chrisman, Chua en Sharma (2005) geven aan dat familiebedrijven lagere *agency* kosten hebben dan andere bedrijven, maar dat deze kosten niet negatief zullen zijn (Chrisman et al., 2005). Er kunnen met andere woorden wel *agency* problemen in familiebedrijven zijn, hoewel deze niet noodzakelijk type I zijn.

Dit soort *agency* probleem (type I) kan voor een deel verkleind worden indien de onderneming gebruik maakt van vreemd extern kapitaal (schulden bij banken bijvoorbeeld). Steijvers en Voordeckers (2009)



wijzen erop dat banken een soort monitorende en disciplinerende rol hebben. De onderneming heeft namelijk een verplichte maandelijkse afbetalingslast. Aangezien de onderneming verplicht is elke maand een deel van het geleend kapitaal en interesten af te lossen, zijn managers niet volledig vrij zijn om te beslissen wat ze doen met de *cash flows*. Dit betekent dat managers gedisciplineerd worden en efficiënt moeten omgaan met de beschikbare middelen (Steijvers & Voordeckers, 2009).

Een ander type *agency* probleem is het principaal-principaal *agency* probleem (ook wel een type II-*agency* probleem genoemd). In familiebedrijven is de kans op dit soort *agency* probleem groter, aangezien er wel sprake kan zijn van meerderheids- en minderheidsaandeelhouders. Zo zouden meerderheidsaandeelhouders ten koste van de minderheidsaandeelhouders privévoordelen kunnen halen uit de onderneming (Cheng, 2014; Díaz-Díaz et al., 2016). Cheng (2014) suggereert daarom dat dit soort *agency* problemen (principaal-principaal) vaker voorkomt in familiebedrijven dan in hun niet-familiale tegenhangers, aangezien het aandelenbezit in familieondernemingen geconcentreerder is (Cheng, 2014).

Bovendien zou dit *agency* probleem zich eveneens kunnen stellen tussen aandeelhouders afkomstig uit de familie en aandeelhouders zonder familiebanden (Villalonga & Amit, 2006; Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016). Zoals eerder vermeld, zullen familiebedrijven ook niet-economische doelstellingen nastreven (bijvoorbeeld doelstellingen die een verband hebben met socio-emotioneel kapitaal) en deze kunnen ten koste gaan van financiële prestaties (Gomez-Mejia et al., 2007; Chrisman, Chua & Litz, 2004). Het nastreven van deze niet-economische doelstellingen kan dus voor conflicten zorgen tussen aandeelhouders met, en aandeelhouders zonder familiebanden, aangezien deze niet-economische doelstellingen niet noodzakelijk in het beste belang van niet-familiale aandeelhouders zijn (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003a; Gomez-Mejia et al., 2011).

Een derde mogelijk *agency* probleem dat Gomez-Mejia et al. (2011) aanhalen is management verschansing (*managerial entrenchment*). Hiermee wordt bedoeld dat managers die tot de familie behoren, minder verantwoording moeten afleggen voor hun handelen (Gomez-Mejia et al., 2011). Schulze, Lubatkin en Dino (2003b) verklaren deze verschansing deels door het feit dat er asymmetrisch altruïsme zou zijn in familiebedrijven. Dit wil bijvoorbeeld zeggen dat ouders blijf geven van altruïsme ten opzichte van hun kinderen (die op dat moment lid zijn van het management van de onderneming), maar dat de kinderen zelf niet noodzakelijk dezelfde onbaatzuchtige houding aannemen. Familiebanden versterken deze altruïstische houding, aangezien ouders hun eigen kinderen sneller zullen ontzien dan ze externe managers zouden vergoelijken.

*Agency* kosten in het algemeen in de eerste generatie van het familiebedrijf zijn relatief laag aangezien het aandelenbezit in de regel nog zeer geconcentreerd is en het dagelijkse management van het bedrijf gebeurt door de stichter (Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente & Castrillo, 2007). Echter, wanneer latere generaties zich bij het bedrijf voegen, zullen de *agency* kosten stijgen, mede door het altruïsme dat hierboven beschreven werd. Kinderen die tot manager benoemd worden, hebben deze positie immers

niet altijd verdiend door hun deskundigheid (Schulze et al., 2003a). Een nuance die hier echter gemaakt moet worden, is het feit dat private familiebedrijven die goede besturingsmechanismen (*governance practices*) hebben, minder met deze stijging in *agency* kosten zullen moeten kampen. Familiebedrijven maken bij het aanwijzen van een opvolger met andere woorden een *trade-off* tussen het verliezen van controle (indien ze een externe manager zouden aanwerven) langs de ene kant, en het verliezen van deskundigheid of het verhogen van *agency* kosten (wanneer een familielid de oprichter opvolgt) langs de andere kant (Blanco-Mazagatos et al., 2007).

## 3.2 Pecking order theorie

De *pecking order* theorie is een theoretisch kader dat werd ontwikkeld door Myers en Majluf (1984). Michiels en Molly (2017) geven aan dat dit model gebaseerd is op informatie-asymmetrie tussen het bedrijf en de leveranciers van het kapitaal (bijvoorbeeld banken). Deze informatie-asymmetrie brengt transactiekosten met zich mee, waardoor de kost van de externe financieringsbron omhooggaat (Michiels & Molly, 2017). Santos, Moreira en Vieira (2013) leggen de nadruk op het feit dat deze informatie-asymmetrie vooral betrekking heeft tot onenigheid over de kwaliteit van het bedrijf tussen interne en externe belanghebbenden. Omwille van deze reden kiezen bedrijven ervoor om eerst hun investeringen te financieren met intern eigen vermogen, vervolgens met schulden en tenslotte met extern eigen vermogen (Michiels & Molly, 2017; Bacci et al., 2018; Santos et al., 2013). Echter, er is tot nog toe nog geen eenduidig empirisch bewijs over de reden waarom bedrijven deze volgorde hanteren (Santos et al., 2013; Leary & Roberts, 2010).

Zhang, Venus en Wang (2012) geven aan dat de *pecking order* theorie zeer sterk tot uiting komt bij familiebedrijven, maar dat dit niet noodzakelijk samenhangt met het nastreven van een bepaalde verhouding tussen de schulden en het eigen vermogen van de onderneming. De reden hiervoor is evenmin de informatie-asymmetrie die Santos et al. (2013) aanhalen. Familiebedrijven verkiezen echter interne financiering omdat deze het mogelijk maakt om de controle over de onderneming te behouden (Zhang et al., 2012). Externe financiering houdt namelijk in dat er enerzijds een deel controle verloren zal gaan (wanneer een lening bij een financiële instelling wordt aangegaan), ofwel anderzijds dat de aandelen zullen verwateren wanneer er extern eigen vermogen gebruikt wordt.

## 3.3 Socioemotional wealth theorie (SEW)

### 3.3.1 Definitie

De socio-emotionele kapitaaltheorie vloeit onder meer voort uit een combinatie van de *agency* theorie en de *prospect* theorie (deze stelt dat de beslissingen die mensen maken, afhankelijk zijn van de situatie en de context in welke deze beslissingen gemaakt worden) (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012). Dit betekent dat beslissingen in bedrijven genomen worden aan de hand van het referentiekader van de

meest dominante beslissingsmakers in het bedrijf (Berrone et al., 2012). In familiebedrijven zal dit referentiekader sterk afhangen van het socio-emotionele kapitaal, aangezien er bij elke beslissing een afweging gemaakt wordt over hoe deze beslissing het socio-emotionele kapitaal van de onderneming gaat beïnvloeden (Berrone et al., 2012).

Gomez-Mejia et al. (2011) leggen de nadruk op de niet-economische factoren die een belangrijk rol spelen in een familieonderneming. Deze komen tot stand door het feit dat in een familiebedrijf de grens tussen familie en bedrijf niet sterk afgelijnd is en er overlappingen kunnen zijn (Gomez-Mejia et al., 2011). Gomez-Mejia et al. (2011) wijzen erop dat familiewaarden, het stichten en voortzetten van een familiodynamie (door bijvoorbeeld de opvolging binnen de familie te verzekeren), en het bewaren en vermeerderen van het sociaal kapitaal van de familie centrale concepten zijn in de socio-emotionele kapitaaltheorie. Deze fenomenen behoren tot de niet-economische doelstellingen die in familiebedrijven vaak worden nagestreefd en dragen bij tot het maximaliseren van het nut van een familiebedrijf, hoewel dit geen financiële prestaties zijn (Gomez-Mejia et al., 2011). Het nut dat de eigenaars van een familiebedrijf uit de niet-economische aspecten van de onderneming halen, wordt het socio-emotionele kapitaal genoemd (Gomez-Mejia et al., 2007). Het proberen te verhogen van het socio-emotionele kapitaal is bijgevolg een drijfveer van primaire manageriële beslissingen die in de familieonderneming gemaakt worden (Gomez-Mejia et al., 2007).

Emoties spelen een belangrijke rol in een familiebedrijf. Dit kan een positief effect hebben (bijvoorbeeld wanneer de familieleden uitzonderlijk goed samenwerken), maar dit kan ook een negatief gegeven zijn (Gomez-Mejia et al., 2011). Zo zijn er in het geval van discussie tussen familieleden maar beperkte mogelijkheden voorhanden. Indien het zou gaan om een niet-familiebedrijf, zouden aandeelhouders makkelijker hun aandelen kunnen verkopen, en werknemers zouden sneller een betrekking bij een ander bedrijf zoeken (Gomez-Mejia et al., 2011). Echter, in het geval van een familiebedrijf ligt dit moeilijker, aangezien familieleden vaak een sterkere band hebben met het bedrijf (Gomez-Mejia et al., 2011). Persoonlijke problemen tussen familieleden zijn niet op te lossen door eenvoudigweg zijn of haar aandelen te verkopen of een andere betrekking te zoeken, daar er vaak een sterke binding is met het bedrijf en niet enkel het monetaire aspect hierin een rol speelt (Gomez-Mejia et al., 2011). De (negatieve) gevoelens blijven dus aanwezig in de firma en kunnen ook een gevolg hebben voor de prestaties van de onderneming (Gomez-Mejia et al., 2011).

Zellweger, Nason, Nordqvist en Brush (2011) beklemtonen dat er een overeenstemming zou moeten zijn tussen de identiteit van de familie en die van de onderneming. De reden hiervoor is dat beide nauw verwant zijn, en vaak zelfs onafscheidelijk van elkaar gezien worden (Zellweger et al., 2011). Hoewel de identiteit van de familie en de reputatie van de onderneming nauw verwant zijn met elkaar, betekent dit niet dat er in familiebedrijven geen opportunistisch gedrag kan voorkomen (Berrone et al., 2012). Met andere woorden, de socio-emotionele kapitaaltheorie sluit een *agency* probleem niet uit. Het is echter belangrijk om op te merken dat wanneer familieleden in de context van een familieonderneming opportunistisch gedrag vertonen, dit gebeurt omdat de familieleden zullen proberen het socio-emotioneel

kapitaal van het bedrijf te vergroten, zelfs wanneer dit een financiële kost met zich meebrengt (Berrone et al., 2012).

Familienormen en de invloed van de familie hebben binnen de socio-emotionele kapitaaltheorie een grote invloed op de financieringsbeslissingen van een bedrijf (Koropp et al., 2014). Een ander veelvoorkomend fenomeen in familiebedrijven is de drang om de controle over de onderneming binnen de familie te houden (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Gallo et al., 2004). Aangezien financieringsbeslissingen in een familiebedrijf vaak door één beslissingsmaker genomen worden, vaak door een eigenaar-manager, zijn de waarden en overtuigingen (het socio-emotionele kader) van deze persoon doorslaggevend voor de keuze van een bepaalde financieringsbron (Koropp et al., 2014).

### 3.3.2 FIBER

Over het algemeen kan gesteld worden dat onder meer de drang om controle te behouden, de wil om de reputatie te beschermen, de wens om een dynastie te creëren en de identificatie met de familie belangrijk zijn voor de socio-emotionele kapitaaltheorie (Berrone et al., 2012). Berrone et al. (2012) hebben deze kenmerken in vijf dimensies, FIBER genoemd, gebundeld. Deze dimensies kunnen elkaar overlappen en kunnen gelijktijdig voorkomen in familiebedrijven.

De eerste component van FIBER is *Familie: controle en invloed* (F-component). Concreet betekent dit dat een of meer familieleden binnen een familiebedrijf zelf de controle hebben over strategische beslissingen die genomen moeten worden. Dit kan bijvoorbeeld door zelf in de Raad van Bestuur te zetelen, door een positie in het topmanagement te hebben, bijvoorbeeld als CEO, of door zelf het topmanagementteam samen te stellen (waardoor de familie invloed kan uitoefenen op dit extern management) (Berrone et al., 2012).

De tweede component is *Identificatie van de familieleden met het bedrijf* (I-component). Zoals eerder vermeld, is de identiteit van de familieonderneming nauw verwant met de identiteit van de zaakvoerder. Vaak hebben beide zelfs dezelfde naam. Op deze manier wordt het familiebedrijf vaak gezien als een verlengstuk van de familie (Berrone et al., 2012). Deze identificatie is een van de redenen waarom de zaakvoerders van een familiebedrijf in hoge mate aandacht besteden aan de reputatie van de onderneming (Berrone et al., 2012). Een gevolg hiervan is dat familiebedrijven zich meer zullen inzetten voor de gemeenschap en meer waarde zullen hechten aan sociaal verantwoord ondernemen. Tenslotte staat niet enkel de reputatie van hun onderneming op het spel, maar ook hun eigen reputatie als persoon (Berrone et al., 2012).

*Bindende sociale banden* (B-component) is het derde component van FIBER. Dit onderdeel slaat op de onderlinge band van familieleden (Berrone et al., 2012). Ze bouwen collectief sociaal kapitaal op, creëren een vertrouwensband en voelen zich verbonden met elkaar. Dit gevoel is niet beperkt tot familieleden, aangezien bijvoorbeeld leveranciers waar al geruime tijd mee wordt samengewerkt, ook als familie

beschouwd worden (Berrone et al., 2012). Door goede relaties te onderhouden met externe belanghebbenden bouwen familiebedrijven sociaal kapitaal en reserves van goodwill op (Gomez-Mejia et al., 2011; Carney, 2005). De werknemers van het familiebedrijf delen deze samenhangsgevoelens ook vaak en hierdoor worden zij het toonbeeld van stabiliteit en betrokkenheid binnen het bedrijf (Berrone et al., 2012). Volgens Gomez-Mejia et al. (2011) hebben familiebedrijven de drang om externe belanghebbenden tevreden te stellen. Dit heeft verschillende redenen, waaronder het feit dat wanneer er sociale gevolgen zijn of gevolgen voor de reputatie van het familiebedrijf, dit niet enkel slecht weerspiegelt op het familiebedrijf, maar ook op de familienaam (Gomez-Mejia et al., 2011).

De vierde component van FIBER is *Emotionele verbinding* (E-component) met het familiebedrijf. Zoals reeds aangegeven, spelen emoties een belangrijke rol in familiebedrijven. De familieleden hebben vaak een lange gemeenschappelijke geschiedenis die de huidige relaties onderling en de machtsverhoudingen zal beïnvloeden (Berrone et al., 2012). Berrone et al. (2012) merken echter op dat deze familiebanden niet statisch zijn, maar dat dit een dynamisch gegeven is. Door de tijd heen kunnen deze banden veranderen en het bedrijf bijgevolg op een andere manier beïnvloeden (Berrone et al., 2012).

Zoals reeds aangegeven, kan de invloed van emoties in familieondernemingen zowel positief als negatief zijn. Indien deze negatief is, zou in een ander bedrijf een werknemer ontslagen kunnen worden of zou hij of zij zelf de arbeidsovereenkomst kunnen beëindigen. In een familiebedrijf ligt dit echter moeilijker en zal er dus eerder de keuze worden gemaakt om in een dysfunctionele verhouding samen te blijven werken (Berrone et al., 2012). Het feit dat familieleden door deze emotionele binding moeilijker weg kunnen uit het familiebedrijf, wordt ook wel de *family handcuff* genoemd, de 'familiehandboeien' (Gomez-Mejia et al., 2003). Volgens Zellweger en Astrachan (2008) zijn familieondernemingen bijzonder onderhevig aan interne conflicten, en de kans bestaat dat dit gevolgen zou kunnen hebben voor het al dan niet voortbestaan van het bedrijf (Zellweger & Astrachan, 2008).

Een ander (emotioneel) conflict dat zich in een familiebedrijf zou kunnen stellen, is een rollenconflict (Berrone et al., 2012). Dit gebeurt wanneer een familielid een duale rol vervult in de familie en in de onderneming. Langs de ene kant moet het familielid zijn of haar rol in de familie vervullen (bijvoorbeeld als broer of zus), maar langs de andere kant heeft deze persoon ook een rol in de onderneming, waar mogelijk andere verwachtingen bij de functie horen (bijvoorbeeld als leidinggevende) (Gersick, Davis & McCollom, 1997). Deze verschillende dynamieken kunnen tegenstrijdig zijn en een conflict in de hand werken (Berrone et al., 2012).

De laatste component van FIBER heet *Hernieuwing van familiebanden aan het bedrijf door dynastieopvolging* (R-component). Het familiebedrijf overgeven aan kinderen is een integraal onderdeel van de socio-emotionele kapitaaltheorie (Berrone et al., 2012). Het voortbestaan van de onderneming over de generaties heen en het bedrijf intact houden voor toekomstige generaties is in een familiebedrijf uitermate belangrijk en één van de hoofddoelstellingen (Berrone et al., 2012).

Hoewel Gomez-Mejia et al. (2011) beklemtonen dat socio-emotioneel kapitaal een centrale rol heeft in familiebedrijven, merken ze ook op dat het zwaartepunt van het bedrijf door de generaties heen minder zal liggen op socio-emotioneel kapitaal, maar eerder naar financiële doelstellingen zal verschuiven (Gomez-Mejia et al., 2011). Met andere woorden, het referentiekader van het bedrijf wordt aangepast naargelang een andere generatie aan het hoofd van de onderneming staat (Gomez-Mejia et al., 2011).

### 3.3.3 Risicogedrag

In het kader van de risico-appetijt van de onderneming is het belangrijk om na te gaan in welke mate het streven naar socio-emotioneel kapitaal een invloed heeft op de onderneming. Gomez-Mejia et al. (2007) geven aan dat wanneer familiebedrijven een strategische beslissing moeten maken, het familiebedrijf altijd zal kiezen voor de optie met het minste risico voor het socio-emotioneel kapitaal. Bijvoorbeeld indien de keuze bestaat uit enerzijds een hoge zekerheidsgraad van financiële winst, maar een verlies van familiecontrole (bijvoorbeeld door te fusioneren met een ander bedrijf) of anderzijds een groter risico nemen met een hogere kans op een slechte financiële prestatie, maar wel de controle binnen de familie houden, dan zal het familiebedrijf de voorkeur geven aan de (financieel) risicovolle tweede optie (Gomez-Mejia et al., 2007).

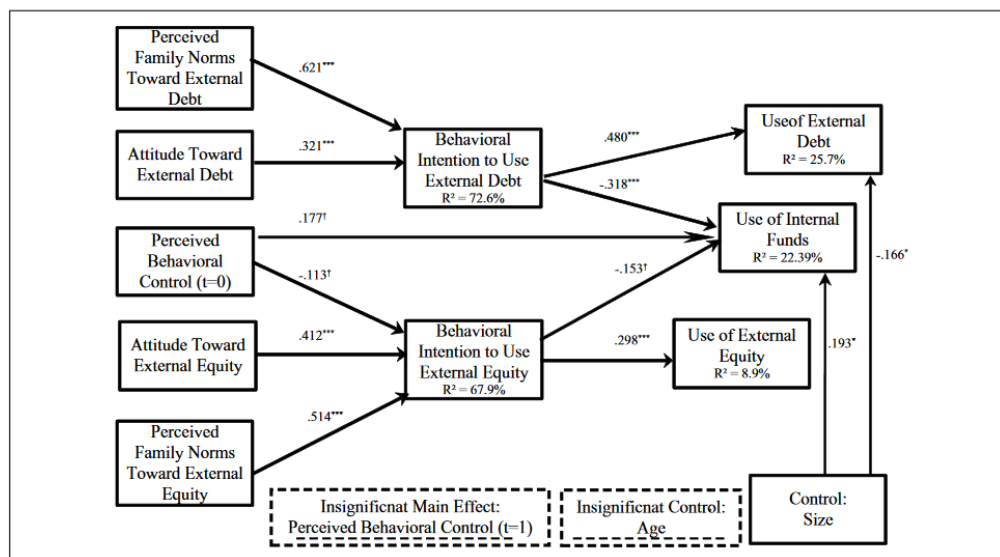
Met andere woorden, familiebedrijven zijn niet noodzakelijk meer risico-avers dan hun niet-familiale tegenhangers, zij hebben simpelweg andere criteria. Het verzet tegen het verliezen van controle is het sterkst in de stadia van de onderneming wanneer de invloed van de familie het grootst is, en bijgevolg socio-emotioneel kapitaal het hoogst (Gomez-Mejia et al., 2007). De impact van dit verzet tegen het verliezen van controle, zal bij financieringsbeslissingen tot uiting komen in het verkiezen van interne financieringsbronnen boven externe financieringsbronnen.



# 4. Welke factoren beïnvloeden de schuldgraad in familiebedrijven?

## 4.1 Socio-emotioneel kapitaal

Socio-emotioneel kapitaal speelt een centrale rol in de investeringsbeslissingen van een familiebedrijf, maar ook in de financieringsbeslissingen. De houding van de familie zelf speelt bovendien ook een belangrijke rol in financieringsbeslissingen (Koropp et al., 2014). Zo zal een positieve houding van de familie ten opzichte van externe schulden ook sneller leiden tot het gebruiken van schuldfinanciering (Koropp et al., 2014). Een positieve houding ten opzichte van schulden is sterk positief gecorreleerd met het gebruik van extern vreemd vermogen en negatief gecorreleerd met het gebruik van intern eigen vermogen (Koropp et al., 2014). Bovendien is een positieve houding van de familie ten opzichte van extern eigen vermogen marginaal negatief gecorreleerd met het gebruik van intern eigen vermogen, en sterk positief gecorreleerd met het gebruik van extern eigen vermogen (Koropp et al., 2014). Deze resultaten beklemtonen de specifieke context van een familiebedrijf, aangezien de houding van de familie een rol speelt in de keuze van financieringsvorm (Koropp et al., 2014). Koropp et al. (2014) stellen onderstaan model op en verklaren deze resultaten door de *theory of planned behaviour*, aangezien hun model aantoont dat een positieve houding ten opzichte van een financieringsvorm zal leiden tot een hogere kans om deze financieringsvorm te gebruiken:



**Figure 2.** Final model of financial decision making in the family firm.  
 Note. For a summary for the supported hypotheses, see Table 3. Perceived behavioral control was dropped from the model due to lack of significance; nonsignificant paths are not shown.  
<sup>†</sup>p < .10. \*p < .05. \*\*p < .01. \*\*\*p < .001.

Figuur 1



Bacci et al. (2018) merken op dat familiebedrijven op twee manieren de controle over hun onderneming kunnen verliezen. De eerste manier is door nieuwe aandelen uit te geven (extern eigen vermogen), waardoor de aandelen die de familie momenteel in zijn bezit heeft, verwateren (Bacci et al., 2018). Een andere manier waarop familiebedrijven controle kunnen verliezen, is door schulden (extern vreemd vermogen) aan te gaan die ze niet kunnen afbetalen, wat een faillissement van de onderneming als consequentie kan hebben (Bacci et al., 2018). Familiebedrijven die reeds een groot financieel risico meedragen, zullen dus minder snel opteren voor extern vreemd vermogen (Bacci et al., 2018). Een bijkomende manier om controle te verliezen bij extern vreemd vermogen, is door de monitoringsrol van banken (Schmid, 2013). De afspraken die werden opgenomen in de leenovereenkomst beperken de controle die de familie heeft over het toekomstige beleid van de onderneming, op zijn minst tot wanneer de schulden weer zijn afgelost. Het behouden van de controle over het familiebedrijf komt voor in de F-dimensie van de FIBER-schaal.

De eerste hypothese die in het empirisch deel getoetst wordt, is daarom:

**H1:** De waarde die gehecht wordt aan de F-dimensie van de FIBER-schaal heeft een negatieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

De reputatie van de familieonderneming is belangrijk in de context van socio-emotioneel kapitaal, aangezien het bedrijf als een weerspiegeling van de familie gezien zou kunnen worden (Gottardo & Moisello, 2017). Eerder in deze masterproef werd besproken dat slechte financiële resultaten een negatief effect zouden kunnen hebben op de reputatie van een familiebedrijf (Martin & Gomez-Mejia, 2016). Met andere woorden, wanneer een bedrijf te veel financieel risico neemt, door bijvoorbeeld schulden aan te gaan die niet afbetaald kunnen worden, zou dit ook een negatieve impact kunnen hebben op de reputatie van de familie (Martin & Gomez-Mejia, 2016).

De volgende hypothese luidt bijgevolg:

**H2:** De waarde die gehecht wordt aan de I-dimensie van de FIBER-schaal heeft een negatieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

Anderson et al. (2003) leggen de nadruk op het feit dat de stichtende familie een grote bekommernis heeft om het bedrijf aan volgende generaties over te geven en de reputatie van de familie intact te houden (Anderson et al., 2003). Dit lange termijnperspectief zorgt ervoor dat de kosten van schulden voor familiebedrijven lager zijn dan voor niet-familiebedrijven (Anderson et al., 2003). Aangezien de kost van schulden voor familiebedrijven lager is, zou verwacht kunnen worden dat ze meer schulden zullen aangaan dan niet-familiebedrijven. Aangezien dit lange termijnperspectief de R-dimensie van

FIBER weerspiegelt, zou verwacht kunnen worden dat de R-dimensie een positieve impact heeft op de financiële schuldgraad van de onderneming. De volgende hypothese is bijgevolg:

**H3:** De waarde die gehecht wordt aan de R-dimensie van de FIBER-schaal heeft een positieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

Molly, Uhlaner, De Massis en Laveren (2019) bevestigen dat socio-emotioneel kapitaal een relevante invalshoek is om financieringsbeslissingen van familieondernemingen te analyseren. Echter, hun empirisch onderzoek toont aan dat er geen (direct) significant verband is tussen familiegerichte doelstellingen en de schuldratio's van familiebedrijven (Molly et al., 2019). Volgens Molly et al. (2019) moet er een onderscheid gemaakt worden tussen het *willingness*- en het *ability*-aspect bij het nemen van beslissingen. *Willingness* verwijst ernaar of er al dan niet familie-georiënteerde doelstellingen in de onderneming zijn, terwijl *ability* verwijst naar de mogelijkheid om deze na te streven, bijvoorbeeld wanneer er voldoende familieleden in de Raad van Bestuur zetelen (Molly et al., 2019). Bij familieondernemingen met een Raad van Bestuur waar de familie sterk vertegenwoordigd wordt, konden Molly et al. (2019) vaststellen dat familiale vertegenwoordiging een significant negatief effect heeft op de totale schuldratio van de onderneming (*ability*-aspect). Bovendien is er een significant positief verband tussen de vertegenwoordiging van de familie in de Raad van Bestuur en het nastreven van familiegerichte doelstellingen (*willingness*-aspect) (Molly et al., 2019). Met andere woorden, familiegerichte doelstellingen hebben een indirect effect op de totale schuldratio van de onderneming (Molly et al., 2019).

De volgende hypothese die getoetst zal worden, is bijgevolg:

**H4:** De familiegerichte doelstellingen (de totale score op de FIBER-schaal) hebben een negatieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

Omwille van deze reden concluderen Molly et al. (2019) dat socio-emotioneel kapitaal belangrijk is om in acht te nemen wanneer men financieringsbeslissingen bij familiebedrijven gaat onderzoeken, maar er spelen buiten familiegerichte doelstellingen nog andere factoren mee die een invloed hebben op het financieringsbeleid.

## 4.2 Corporate governance

Het behouden van controle speelt een zeer grote rol in het nemen van investeringsbeslissingen (Wu, Chua & Chrisman, 2007). Wu et al. (2007) hebben namelijk vastgesteld dat familiebedrijven groei-investeringen zouden uitstellen indien de controle over de familieonderneming gevaar loopt. Wanneer de keuze bestaat tussen meer risico nemen (en schulden aangaan) of controle verliezen (door extern eigen vermogen), zullen familiebedrijven ervoor kiezen om schulden aan te gaan (González et al., 2013).

Pindado, Requejo en la Torre (2015) beweren eveneens dat familiebedrijven risico-averser zijn dan hun niet-familiale tegenhangers. Empirisch onderzoek wijst uit dat familiebedrijven minder schulden met zich meedragen dan niet-familiebedrijven (Pindado et al., 2015). Deze lagere schuldratio's betekenen dat hun schuldcapaciteit nog niet uitgeput is, wat er dan weer voor zorgt dat ze makkelijker toegang krijgen om nieuwe schulden aan te gaan (Pindado et al., 2015). Met andere woorden, een verklaring voor het feit dat familiebedrijven het misschien makkelijker zouden vinden om schuldfinanciering te bekomen, is door hun relatief conservatieve kapitaalstructuur en hun risico-aversie (Pindado et al., 2015).

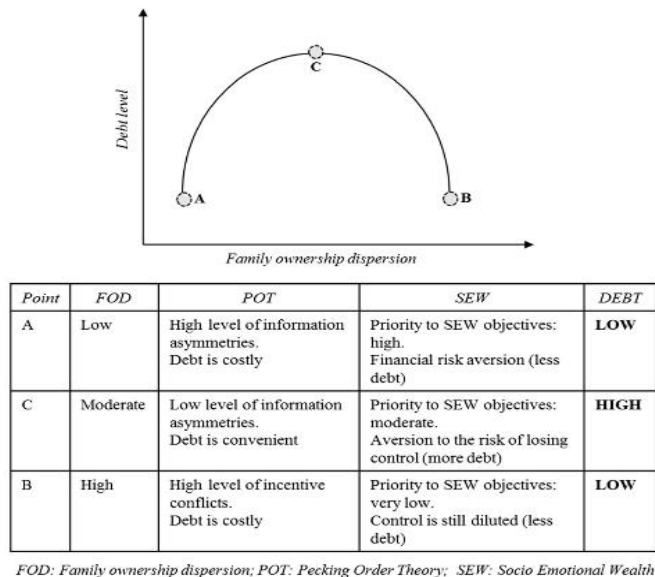
Dus enerzijds wijst empirisch onderzoek uit dat familiebedrijven risico-avers zijn en dus minder schulden zullen aangaan dan hun niet-familiale tegenhanger (Gallo et al., 2004; Pindado et al., 2015; Wu et al., 2007; Santos et al., 2013; Bacci et al., 2018). Anderzijds kan dit fenomeen verklaard worden door de risico-aversie ten opzichte van het socio-emotioneel kapitaal van bedrijven, maar is het eveneens mogelijk dat een familiebedrijf meer schulden zal aangaan dan een niet-familiebedrijf indien dit een lager risico voor het socio-emotioneel kapitaal betekent (Gomez-Mejia et al., 2011).

De volgende hypothesen luiden:

**H5a:** De risico-appetijt van de onderneming heeft een negatieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

**H5b:** De risico-appetijt van de onderneming heeft een positieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

Niet enkel de risico-appetijt van de onderneming heeft een invloed op de schuldgraad, ook het aandelenbezit zou een invloed kunnen hebben. Bacci et al. (2018) beklemtonen dat er een verband bestaat tussen de concentratie van het aandelenbezit en de kost van schulden (extern vreemd vermogen) door middel van volgend model:



*Figuur 2*

De schuldgraad in familiebedrijven is het laagst wanneer de concentratie van het aandelenbezit heel hoog of heel laag is. Wanneer de concentratie heel hoog is, betekent dit dat er een zeer grote aandeelhouder is, dat er veel waarde gehecht wordt aan socio-emotioneel kapitaal en dat er een hoge risico-aversie is ten opzichte van financieel risico (Bacci et al., 2018). Wanneer de concentratie van het aandelenbezit daalt, zal de prioriteit die voorheen aan socio-emotioneel kapitaal gegeven werd, verminderen, maar tegelijk wordt de angst om controle te verliezen aan eventuele, toekomstige aandeelhouders hoger (Bacci et al., 2018). Op dit moment zal de schuldgraad ook stijgen (Bacci et al., 2018). Wanneer de concentratie van het aandelenbezit nog verder daalt, speelt de angst om controle te verliezen aan toekomstige aandeelhouders een kleinere rol. De aandelen zijn dan reeds verwaterd, en er zullen minder schulden bij financiële instellingen aangegaan worden (Bacci et al., 2018).

Santos et al. (2013) daarentegen beweren dat familiebedrijven over het algemeen minder schulden hebben dan andere bedrijven, maar dat de aanwezigheid van een tweede of derde aandeelhouder wel een positief effect heeft op de schuldgraad van het familiebedrijf. De verklaring hiervoor is dat grote aandeelhouders meer risico-avers zijn en dus minder schulden zullen aangaan (Bacci et al., 2018; Santos et al., 2013). Een tweede of een derde aandeelhouder zou het aangaan van schulden kunnen zien als een manier om de grootste aandeelhouder te monitoren (Santos et al., 2013). Onderzoek van Keasey, Martinez en Pindado (2015) wijst dan weer uit dat het behouden van controle vooral essentieel is in jonge familiebedrijven (waar het aandeelhouderschap geconcentreerd is). Zij geven aan dat de concentratie van aandelen positief gecorreleerd is met de hoeveelheid schulden dat een familiebedrijf heeft (Keasey et al., 2015). Met andere woorden, indien de aandelen zeer geconcentreerd zijn (dus wanneer er een sterke aandeelhouder aanwezig is), zullen er ook meer schulden aangegaan worden (Keasey et al., 2015). Daarom zijn de volgende hypothesen:

**H6a:** Het aantal aandeelhouders heeft een positieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

**H6b:** Het aantal aandeelhouders heeft een negatieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

**H7:** Er is een curvilineair verband tussen het aantal aandeelhouders en de financiële schuldgraad van de onderneming.

Het feit dat stichters van een familiebedrijf liever minder schulden aangaan dan volgende generaties, wordt eveneens bevestigd door González et al. (2013). Echter, de reden die zij aangeven voor het feit dat volgende generaties meer schulden aangaan, is niet het verlies aan socio-emotioneel kapitaal. Integendeel, jongere generaties zijn ook risico-avers, maar de noodzaak om het familiebedrijf uit te breiden enerzijds, en het behouden van de controle over het bedrijf anderzijds, zorgen ervoor dat er hogere schuldratio's zijn in familieondernemingen waar jongere generaties aan het hoofd staan (González et al., 2013). Met andere woorden, dit bevestigt de stelling dat wanneer de keuze bestaat tussen meer risico nemen (en schulden aangaan) of controle verliezen (door extern eigen vermogen), familiebedrijven ervoor zullen kiezen om schulden aan te gaan (González et al., 2013).

Molly, Laveren en Deloof (2010) hebben eveneens onderzocht welk effect de generatie heeft op het al dan niet aangaan van schulden in een familiebedrijf. Zij hebben kunnen concluderen dat een bedrijfsoverdracht in de eerste generatie een negatief effect zal hebben op de schuldratio van de onderneming (Molly et al., 2010). Bovendien werd vastgesteld dat overdrachten in de tweede en derde generaties een neutraal tot positief effect op de schuldratio zullen hebben (Molly et al., 2010).

Schulze et al. (2003a) verklaren dit fenomeen door te stellen dat de derde generatie en later eerder een risico-appetijt zal hebben dat in lijn ligt met de risico-appetijt van traditionele investeerders en aandeelhouders. Dit betekent dat deze latere generaties een hogere risicotolerantie zullen hebben op het gebied van financieel risico en bereid zullen zijn om schuldfinanciering te gebruiken (Schulze et al., 2003a). Deze bevindingen zijn echter niet volledig in overeenstemming met Bacci et al. (2018) (figuur 2). Bacci et al. (2018) stellen namelijk dat naarmate het aandelenbezit minder geconcentreerd is (dit is een latere generaties), er juist minder schulden aangegaan zullen worden.

Met andere woorden, het is niet volledig duidelijk welk effect de generatie heeft op het al dan niet aangaan van schulden. Enerzijds is er het standpunt dat latere generaties sneller schulden zullen aangaan dan de stichtende generatie (Anderson et al., 2003; González et al., 2013; Molly et al., 2010; Schulze et al., 2003a). Anderzijds beweren Bacci et al. (2018) dat zeer jonge generaties, net zoals de stichtende familie, minder schulden zullen aangaan aangezien het aandeelhouderschap al minder geconcentreerd is. Hoewel er deze onduidelijkheid heerst, is het onomstotelijk dat er een verband bestaat tussen de generatie die momenteel aan het hoofd van de onderneming staat, de concentratie

van het aandeelhouderschap (controle) en de schuldratio. Dit zou kunnen betekenen dat niet één element de schuldratio van de onderneming beïnvloedt, maar dat er een interactie is tussen de verschillende factoren.

De volgende hypothesen zijn daarom:

**H8a:** Bij familiebedrijven van een latere generatie zal de financiële hoger zijn dan de financiële schuldgraad van familiebedrijven van eerdere generaties.

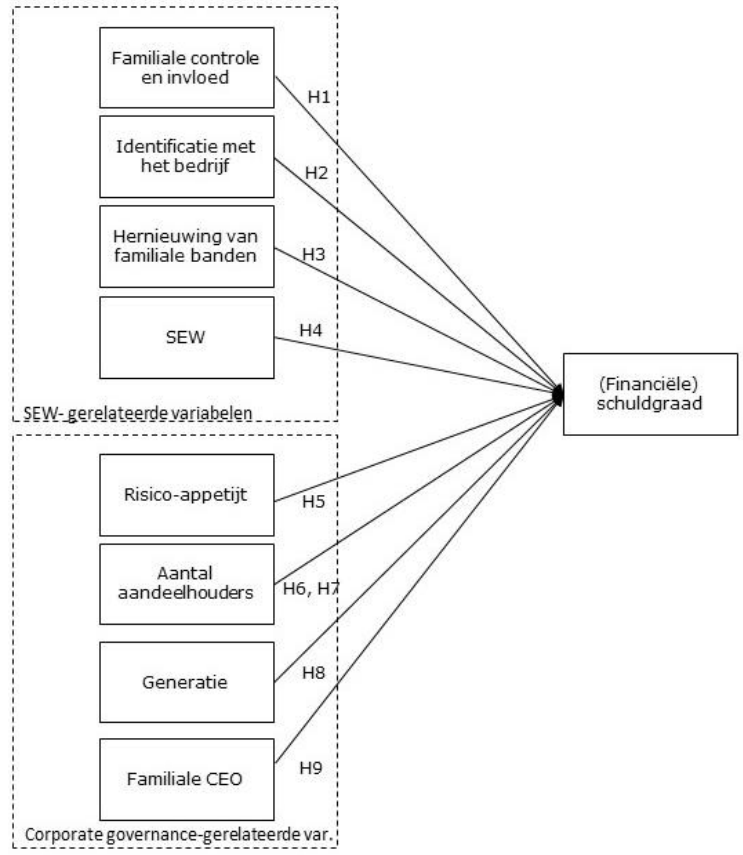
**H8b:** Bij familiebedrijven van een latere generatie zal de financiële lager zijn dan de financiële schuldgraad van familiebedrijven van eerdere generaties.

Amore, Minichilli en Corbetta (2011) hebben kunnen vaststellen dat het aanstellen van een professionele CEO leidt tot een stijging in de schuldgraad van de onderneming, hoewel dit vooral korte termijnschulden zijn. Bovendien vermoeden ze dat deze schulden voornamelijk gebruikt worden om de groei-opportunities van de onderneming te financieren (Amore et al., 2011). Ze nuanceren deze bevindingen echter door te vermelden dat het effect dat het aanstellen van een professionele CEO heeft op de schuldratio vooral duidelijk is in bedrijven die tot op dat moment een lage schuldratio hadden. Bedrijven die voorheen reeds een hoge schuldratio hadden, zullen een minder grote (en statistisch minder significante) stijging in hun schulden kunnen waarnemen (Amore et al., 2011).

Vandemaele en Vancauteran (2015) hebben eveneens onderzoek gedaan naar de financieringsbeslissingen in familiebedrijven. Zij hebben aangetoond dat familiebedrijven met een familiale CEO eerder intern vermogen zullen gebruiken om investeringen te financieren en zijn daarom nagegaan of er in familiebedrijven (met een familiale CEO) meer of minder dividenden worden uitbetaald aan de aandeelhouders (Vandemaele & Vancauteran, 2015). Het feit dat er minder dividenden worden uitgekeerd, zou erop kunnen wijzen dat de onderneming meer interne financieringsbronnen gebruikt om hun investeringen te financieren (Vandemaele & Vancauteran, 2015). Een assumptie die hieruit zou kunnen volgen, is dat bedrijven die interne financieringsbronnen gebruiken, een lagere schuldgraad hebben dan bedrijven die dit niet doen. Daarom luidt de volgende hypothese:

**H9:** Het hebben van een familiale CEO heeft een negatieve impact op de financiële schuldgraad van de onderneming.

Samenvattend geeft volgend model de hypothesen weer die in het empirisch deel getoetst zullen worden:



Figuur 3: conceptueel model hypotheseontwikkeling

## 5. Data en methodologie

### 5.1 Data

Voor het empirisch deel van deze masterproef wordt een secundaire dataset gebruikt, oorspronkelijk verzameld door drs. Ellen Janssen in het kader van haar doctoraatsproefschrift dat zich toespitst op successiefinanciering bij private Belgische familiebedrijven.

Voor het verzamelen van deze gegevens werden eerst private Belgische familiebedrijven die een eigendomsoverdracht ondergingen in de periode tussen 1996 en 2018 geïdentificeerd door middel van een grondige analyse van krantenartikelen, bijdragen in zakelijke tijdschriften en bedrijfswebsites. Deze analyse leverde een resultaat op van 1000 familiebedrijven. Vervolgens kregen de CEO's van deze bedrijven in oktober 2018 per post een uitnodiging om de enquête in te vullen. Deze enquête bevatte vragen gerelateerd aan de timing van de meest recente aandelenoverdracht, socio-emotioneel kapitaal en algemene informatie over het bedrijf.

Vanaf midden november 2018 werden alle niet-respondenten (91,9%) telefonisch gecontacteerd en/of benaderd door middel van een persoonlijke e-mail om het responspercentage te verhogen. Na deze twee rondes waren er in totaal 345 bedrijven die de enquête hebben ingevuld (een responspercentage van 34,5%). Vervolgens werd de enquête van elke bedrijf gelinkt met de bijhorende kwantitatieve data over zijn financiële prestaties in 2018. Deze data komt uit de Bel-First database van Bureau Van Dijk.

### 5.2 Methodologie

Met deze dataset wordt eerst een beschrijvende analyse uitgevoerd, gevolgd door een correlatieanalyse. Op deze manier kan nagegaan worden of bepaalde variabelen niet te sterk met elkaar gecorreleerd zijn, waardoor dit een vertekend beeld zou kunnen geven in de regressieanalyse. Vervolgens, om de hypothesen te testen die ontwikkeld werden in de literatuurstudie, worden meervoudige regressies uitgevoerd om na te gaan welk effect bepaalde *SEW* en *corporate governance*-factoren hebben op de schuldgraad van de onderneming. Alle analyses zullen met de software SPSS uitgevoerd worden.

#### 5.2.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele die in dit onderzoek wordt onderzocht, is de financiële schuldgraad van de onderneming in 2018. Met financiële schulden wordt bedoeld de schulden die de onderneming bij een financiële instelling is aangegaan. De financiële schuldgraad van de onderneming wordt als volgt gedefinieerd:



$$\text{Financiële schuldgraad} = \frac{\text{Financiële schulden op ten hoogste één jaar} + \text{financiële schulden op meer dan één jaar}}{\text{Totale activa}}$$

Deze variabele is echter niet normaal verdeeld, en omwille van deze reden wordt ervoor gekozen om het logaritme van (1 + financiële schuldgraad van 2018) te gebruiken in de regressieanalyse (**log\_Finschuldgraad2018**). Er wordt hier gekozen om 1 + de financiële schuldgraad te gebruiken, omdat er op deze manier voorkomen kan worden dat bedrijven zonder financiële schulden uit de data worden gehaald.

## 5.2.2 Onafhankelijke variabelen

### 5.2.2.1 F-dimensie op de FIBER-schaal

De variabele F-dimensie op de FIBER-schaal (**F\_Dim**) toont de gemiddelde score die het bedrijf heeft gegeven op 5 stellingen gemeten op een 7-punt Likert schaal (gaande van 1 = helemaal oneens, tot 7 = helemaal eens). Deze vragenlijst werd, net zoals de FIBER-schaal zelf, gebaseerd op onderzoek van Berrone et al. (2012). De stellingen die voorgelegd werden, komen uit een lijst die eveneens door Berrone et al. (2012) voorgesteld werd om de F-dimensie van de FIBER-schaal te kunnen meten. Deze stellingen hebben betrekking tot de invloed van familieleden op strategische beslissingen, familieleden in het management of de Raad van Bestuur, en het belang van familiale controle en onafhankelijkheid in het bedrijf. De stellingen in kwestie weerspiegelen dus eigenschappen die men terugvindt in bedrijven die in hoge mate waarde hechten aan de F-dimensie (*Familie: controle en invloed*).

### 5.2.2.2 I-dimensie op de FIBER-schaal

De variabele I-dimensie (**I\_Dim**) (onderdeel van de FIBER-schaal, i.e. *Identificatie van de familieleden met het bedrijf*) geeft weer in welke mate de familieleden in het desbetreffende bedrijf zich identificeren met het bedrijf. Er werd een gemiddelde genomen van 6 stellingen (gemeten op een 7-punt Likert schaal), die wederom gebaseerd zijn op de aanbevelingen van Berrone et al. (2012). Deze stellingen weerspiegelen de identificatie van de familie met het bedrijf, alsook de verbondenheid van de familie, de familienaam, het succes en de trots van de familie met het bedrijf.

### 5.2.2.3 R-dimensie op de FIBER-schaal

De variabele R-dimensie op de FIBER-schaal (**R\_Dim**) toont de gemiddelde score (eveneens gemeten op een 7-punt Likert schaal) die het bedrijf heeft gegeven op de mate waarin ze akkoord zijn met 4 stellingen die betrekking hebben tot het doorgeven van controle overheen generaties (i.e., *Hernieuwing van familiebanden aan het bedrijf door dynastie-opvolging*). Deze stellingen werden wederom gebaseerd op de aanbevelingen van Berrone et al. (2012).

#### 5.2.2.4 FIBER

De variabele FIBER (**FIBER**) weerspiegelt de gemiddelde score die de bedrijven hebben behaald op de verschillende componenten van FIBER. Om multicollineariteit te voorkomen, zal deze variabele niet worden gebruikt in dezelfde regressie als de variabelen voor F, I en R aangezien de totale score van FIBER deels afhangt van de scores op F, I en R.

#### 5.2.2.5 Risico-appetijt

De variabele voor risico-appetijt (**EO\_risktaking**) geeft weer hoeveel risico's het bedrijf neemt of bereid is om te nemen. Ook deze variabele wordt gemeten door het gemiddelde te nemen van de antwoorden op stellingen die nagaan in welke mate het bedrijf risico's aanvaardt. Meer bepaald werd er gebruik gemaakt van de "risk taking" dimensie van de *entrepreneurial orientation (EO)* schaal die ontwikkeld werd door Miller/Covin and Slevin (1989).

#### 5.2.2.6 Generatie die het eigendom in handen heeft

Om de variabele te meten die weergeeft welke generatie momenteel het eigendom van de familieonderneming in handen heeft, wordt een variabele gebruikt die de waarde van 1 tot en met 8 kan innemen, waarbij 1 staat voor de eerste generatie, en 8 voor de achtste generatie (**GeneratieEigendom**).

In een alternatieve regressie wordt nagegaan of de eerste en tweede generatie significant verschillen van de derde (of latere) generaties, en hiervoor worden dummy variabelen gebruikt. De dummy variabele voor de eerste generatie (**Dummy1GENeig**) neemt de waarde van 1 aan indien het eigendom in handen is van de eerste generatie en 0 indien dit niet het geval is. De dummy variabele voor de tweede generatie (**Dummy2GENeig**) neemt de waarde 1 aan indien het eigendom in handen is van de tweede generatie en 0 indien dit niet het geval is. Dit betekent dat de referentiecategorie voor deze dummyvariabelen de derde generatie of hoger is.

#### 5.2.2.7 Aantal aandeelhouders en aantal aandeelhouders in het kwadraat

Het aantal aandeelhouders dat het bedrijf in handen heeft, wordt weergegeven met de variabele **Aantal\_Aandeelhouders**. In een alternatieve regressie wordt tevens het kwadraat van deze variabele opgenomen (**Aantal\_Aandeelhouders\_kwadraat**) om na te gaan of er een curvilineaire relatie is.

### 5.2.2.8 Familiale CEO

De variabele die meet of de CEO al dan niet familiaal is, is een dummy variabele. Deze variabele (**CEO\_Fam**) neemt de waarde 1 aan indien de CEO tot de familie behoort, en de waarde 0 wanneer dit niet het geval is.

### 5.2.3 Controlevariabelen

Een controlevariabele is een variabele die niet onderzocht wordt in het kader van dit onderzoek, maar die er wel voor kan zorgen dat er *omitted variable bias* optreedt indien deze niet wordt opgenomen in de regressie. Met andere woorden, een controlevariabele kan de uitkomst van een regressie beïnvloeden, en daarom is het belangrijk deze ook op te nemen in de regressie (Stock & Watson, 2015).

#### 5.2.3.1 Leeftijd

Een controlevariabele die wordt opgenomen in de regressie is de leeftijd van het bedrijf in 2018 volgens de Bel-First database (**Leeftijd\_BF**). Deze variabele wordt uitgedrukt als  $1 + \ln(\text{Leeftijd}_B)$  van de leeftijd (**In\_Leeftijd\_BF**), aangezien er bedrijven zijn met een leeftijd van 0 jaar op Bel-First.

Berger en Udell (1998) geven aan dat één van de belangrijkste kenmerken van kleine bedrijven is dat ze ondoorzichtig zijn op het gebied van informatie. Het resultaat hiervan is dat ze niet op een geloofwaardige manier hun kwaliteit kunnen aantonen (Berger & Udell, 1998). Díaz-Díaz et al. (2016) stellen dat onder meer de leeftijd van een bedrijf de proxy is voor asymmetrische informatie, aangezien oudere bedrijven minder asymmetrische informatie zullen vertonen en een betere reputatie hebben. Santos et al. (2013) gaan hier verder op in, en stellen dat hoe ouder het bedrijf is, des te makkelijker en goedkoper het is om schulden aan te gaan bij financiële instellingen aangezien de band tussen de financiële instelling en de onderneming hechter is. Dit leidt tot een positieve relatie tussen de leeftijd en de schuldgraad van het bedrijf (Santos et al., 2013).

In een alternatieve regressie, voor een robuustheidscheck wordt een andere variabele voor leeftijd gebruikt, namelijk de leeftijd die de respondenten hebben ingevuld in de vragenlijst (**Leeftijd\_survey**). Ook deze variabele wordt uitgedrukt in het natuurlijk logaritme (**In\_Leeftijd\_survey**). Dit is niet dezelfde leeftijd als de leeftijd op Bel-First, aangezien de leeftijd die de respondenten hebben ingevuld in de vragenlijst, gebaseerd is op de datum waarop het bedrijf gesticht werd. Echter, de leeftijd die op Bel-First de leeftijd is waarop de onderneming in zijn meest recente rechtsvorm werd opgestart. Dit wil dus zeggen dat voor sommige bedrijven de leeftijd op Bel-First lager zal zijn dan de leeftijd die in de vragenlijst werd ingevuld.

### 5.2.3.2 Industrie

De industrie waartoe het bedrijf behoort (**Industrie**), wordt weergegeven aan de hand van het antwoord op 3 stellingen (7-punt Likert schaal). Deze stellingen weerspiegelen de mate waarin het bedrijf zich bevindt in een industrie die snel groeit, intense competitie ervaart, en snelle technologische verandering doormaakt. Door opname van deze controlevariabele wordt er gecontroleerd voor industrie-specifieke elementen. Zo geven Santos et al. (2013) aan dat kapitaalintensieve sectoren zoals de productiesector, de bouwsector en de transportsector betere kandidaten zijn voor leningen bij financiële instellingen. Een bedrijf dat aan dienstverlening doet, zal echter minder snel extern kapitaal gebruiken aangezien zij minder vaak activa hebben die als onderpand gebruikt kunnen worden (Santos et al., 2013).

### 5.2.3.3 Tangibility

De volgende variabele waarvoor gecontroleerd wordt, is *tangibility* (**TANGIBILITY2018**). Deze wordt als volgt gedefinieerd:

$$Tangibility = \frac{\text{materiële vaste activa}}{\text{totale activa}}$$

De *tangibility* is volgens Molly et al. (2010) een indicator voor de onderpandwaarde van het bedrijf. Molly et al. (2019) geven aan dat indien deze ratio hoger is, dit ertoe zal leiden dat financiële instellingen meer bereidheid zullen tonen om aan het bedrijf geld te lenen.

### 5.2.3.4 ROA 2018

Return on assets (**ROA2018**) is een belangrijke controlevariabele, aangezien het de capaciteit van het bedrijf om investeringen intern te financieren meet (Molly et al., 2019). Molly et al. (2019) verwachten daarom dat er een negatief verband bestaat tussen de schuldgraad en de ROA, aangezien ze ervan uitgaan dat bedrijfsleiders en managers hun activiteiten liever financieren met intern vermogen (Molly et al., 2019). ROA wordt als volgt gedefinieerd:

$$ROA = \frac{\text{Winst (verlies) na belastingen}}{\text{totale activa}}$$

### 5.2.3.5 Grootte

De grootte van de onderneming wordt weergegeven door de totale activa die in 2018 op de balans staat (**TA2018**). De totale activa van 2018 worden weergegeven in €1000. Deze variabele wordt uitgedrukt in het natuurlijk logaritme van de totale activa (**ln\_TA2018**).

Net zoals leeftijd is de grootte van het bedrijf volgens Díaz-Díaz et al. (2016) een proxy voor asymmetrische informatie. Grote (en oudere) bedrijven hebben minder asymmetrische informatie en hebben bijgevolg een betere reputatie (Díaz-Díaz et al., 2016). Daarenboven stellen Santos et al. (2013) dat grote bedrijven volgens de *trade-off* theorie eerder schulden zullen aangaan dan kleine bedrijven, aangezien grote bedrijven een lagere kost van schulden zouden hebben en een kleinere kans op faillissement. Daarom zijn schulden een minder dure optie voor grote bedrijven (Santos et al., 2013).

In een alternatieve regressie, voor een robuustheidscheck, wordt de variabele voor het aantal werknemers dat werkzaam was in de onderneming in 2018 genomen (**WN\_BF\_2018**) om voor de grootte van het bedrijf te controleren. Deze variabele wordt uitgedrukt in voltijdse equivalenten (FTE's).

## 6. Analyse en resultaten

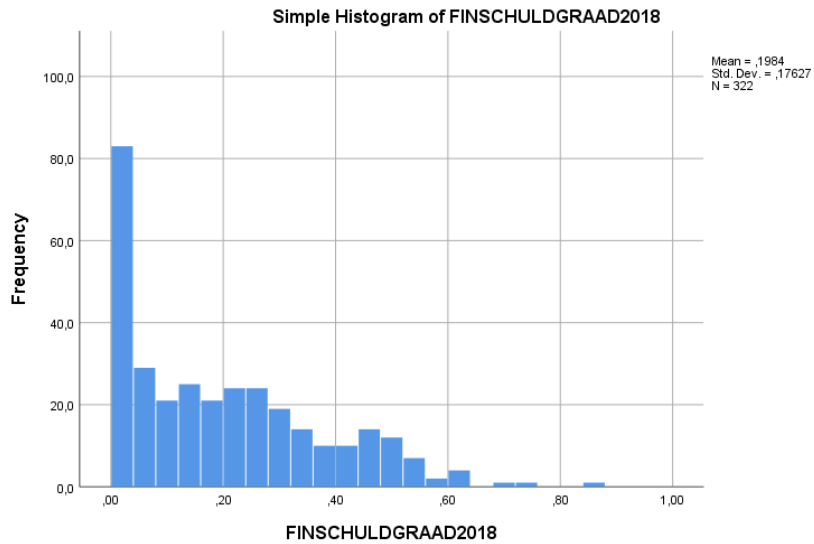
### 6.1 Beschrijvende analyse

Eerst wordt een beschrijvende analyse van de variabelen uitgevoerd om een beter inzicht te verwerven in hoe deze verdeeld zijn.

	N	Gemiddelde	Mediaan	Standaardafwijking	Minimum	Maximum
FINSCHULDGRAAD 2018	322	0,1984	0,1717	0,1763	0	0,87
F_Dim	311	5,11	5,2	1,1636	1	7
I_Dim	311	5,86	6	0,9883	1	7
R_Dim	311	5,44	5,5	1,1424	1	7
FIBER	310	5,39	5,5	0,7494	1,73	6,81
EO_ris ktaking	315	3,86	4	1,1064	1	6,67
GeneratieEigendom	336	2,77	3	1,1047	1	8
Aantal_ Aandeelhouders	338	2,48	2	1,2282	1	8
CEO_Fam	341	0,94	1	0,2353	0	1
Leeftijd_BF	345	35,72	35	16,4253	0	90
Leeftijd_Survey	344	61,14	52,50	36,2782	3	289
Industrie	315	4,68	4,67	0,9698	2	7
TANGIBILITY 2018	336	0,26	0,1961	0,2022	0,0001	0,86
ROA2018	340	0,0380	0,0266	0,0827	-0,53	0,63
TA2018	340	13196,83	3697,29	39362,76	100,98	482 460,57
WN_BF2018	320	42	19,5	62,65	1	618

Tabel 1: Beschrijvende analyse van de variabelen

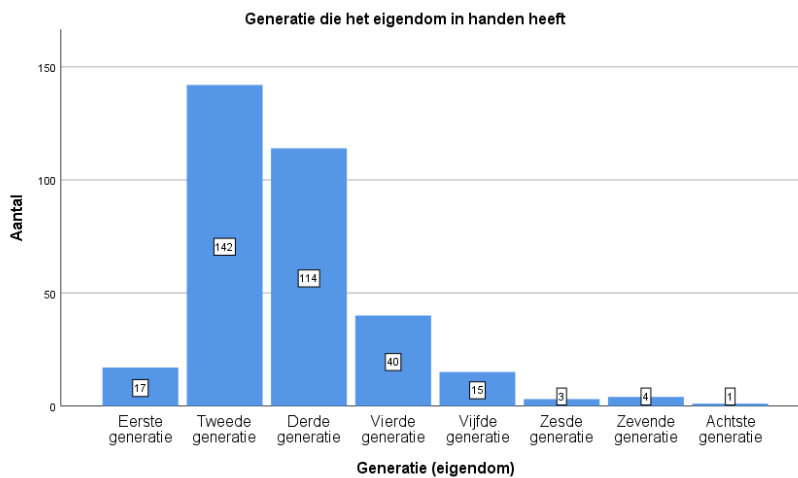
Uit bovenstaande tabel blijkt dat de gemiddelde financiële schuldgraad 19,84% is, terwijl de mediaan lager ligt op 17,17%. Het bedrijf met de laagste financiële schuldgraad heeft geen financiële schulden, en het bedrijf met de hoogste financiële schuldgraad heeft een financiële schuldgraad van 87%. De verdeling is als volgt:



*Figuur 4: Histogram van de verdeling van de financiële schuldgraad in 2018*

Zoals bovenstaande grafiek (figuur 4) weergeeft, is de financiële schuldgraad scheef verdeeld. De *skewness* en *kurtosis* bedragen respectievelijk 0,764 en -0,032. Dit wil zeggen dat deze variabele rechtsscheef verdeeld is; het merendeel van de observaties is geconcentreerd aan de linkerkant, met enkele uitschieters naar rechts.

De F-, I- en R-dimensies, de totale FIBER-score en de risico-appetijt (EO\_risiktaking) kunnen waarden aannemen tussen 1 en 7. Voor de verschillende dimensies van FIBER, en voor het totale gemiddelde van FIBER ligt de gemiddelde waarde telkens tussen 5 en 6. Voor risico-appetijt ligt de gemiddelde waarde lager, namelijk op 3,87. Gemiddeld is de generatie die het eigendom in handen heeft de 2<sup>e</sup> generatie. De verdeling van generaties ziet er als volgt uit:



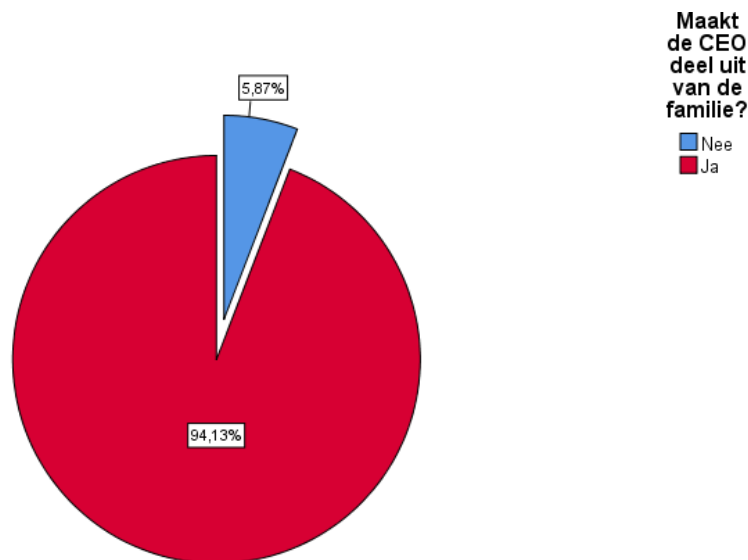
*Figuur 5: Verdeling van de generaties die het eigendom in handen hebben*

De bedrijven hebben gemiddeld tussen 2 en 3 aandeelhouders, met een mediaan van 2. Onderstaande frequentietabel toont eveneens dat 82% van de bedrijven 3 of minder aandeelhouders hebben.

	Aantal	Percentage	Cumulatief percentage
Eén	65	19,2%	19,2%
Twee	140	41,4%	60,7%
Drie	72	21,3%	82,0%
Vier	40	11,8%	93,8%
Vijf	12	3,6%	97,3%
6-10	6	1,8%	99,1%
10-20	2	0,6%	99,7%
>20	1	0,3%	100,0%
Total	338	100,0%	100,0%

Tabel 2: Frequentietabel aantal aandeelhouders

Ook het merendeel van de bedrijven (94,13%) heeft een familiale CEO, geïllustreerd door onderstaand taartdiagram.



Figuur 6: Percentage familiale/niet-familiale CEO

Alle bedrijven uit deze dataset hebben op Bel-First een leeftijd tussen 0 en 90 jaar. De leeftijd op Bel-First werd gebaseerd op de oprichtingsdatum van de meest recente rechtsvorm van de onderneming. De echte leeftijd van de ondernemingen, zoals ingevuld in de bevraging, ligt tussen 3 en 289 jaar.



De *tangibility* van de bedrijven is gemiddeld 25,68% en heeft een mediaan van 19,61%. De ROA is gemiddeld 3,8% en heeft een mediaan van 2,66%. De variabele ROA heeft een hoge standaardafwijking. De standaardafwijking van een variabele meet hoe 'verspreid' de verdeling is (Stock & Watson, 2015). Hoe groter de standaardafwijking is, des te verspreider is de data verdeeld. De ROA ligt tussen -53% en 63%. Aangezien de ROA wordt berekend door de winst (of het verlies) na belastingen te delen door de totale activa van het bedrijf, wil een negatieve ROA zeggen dat het bedrijf verlies maakt. Een frequentietabel wijst uit dat 17,4% van de bedrijven een ROA van 0 of minder hebben.

De totale activa van de bedrijven ligt tussen een groot interval, namelijk tussen €100,98 duizend en €42 460,57 duizend. De standaardafwijking is 39 362,76 duizend euro, wat er ook op wijst dat de verdeling van deze variabele zeer verspreid is. Een frequentietabel geeft weer dat 98,5% van de bedrijven een totale activa hebben van kleiner dan €96 115,665 duizend. De overige 1,5% van de bedrijven hebben een totale activa tussen €113 919,895 duizend en €482 460,568 duizend. Dit wil zeggen dat deze variabele rechtsscheef verdeeld is, met het grootste deel van de observaties aan de linkerkant geconcentreerd, terwijl er ook enkele uitschieters naar rechts zijn.

Tenslotte hebben de bedrijven gemiddeld 42 werknemers en een mediaan van 19,5. Deze variabele wordt uitgedrukt in voltijdse equivalenten (FTE's), daarom is het mogelijk dat het aantal werknemers een kommagetal is.

## 6.2 Correlatieanalyse

Om na te gaan of er sprake is van multicollineariteit, wordt een correlatiematrix opgesteld. Indien één of meer van de variabelen sterk gecorreleerd met elkaar zijn, kan dit wijzen op multicollineariteit (Hair, Black, Babin & Anderson, 2014). Indien er sprake is van multicollineariteit, betekent dit dat er een gedeelde variantie is tussen variabelen, hetgeen het bemoeilijkt om de afhankelijke variabele te voorspellen enerzijds, en de relatieve rol van elke onafhankelijke variabele te meten anderzijds (Hair et al., 2014). Met andere woorden, de coëfficiënt van ten minste één regressor zal onprecies geschat worden, dit wil zeggen met een hoge steekproefvariantie (Stock & Watson, 2015).

Berry en Feldman (1985) geven aan dat er meestal gewerkt wordt met een *cutoff* waarde voor de correlaties. Indien de correlatie tussen de variabelen hoger is dan deze *cutoff* waarde, is het aangewezen deze variabelen niet in dezelfde regressie te gebruiken (Berry & Feldman, 1985). Deze waarde ligt meestal op 0,80 (Berry & Feldman, 1985). Daarom deze waarde ook gehanteerd worden in deze correlatieanalyse.

In tabel 3 vindt u de resultaten van de bivariate correlatieanalyse.

Correlations																			
	log_Finschuldgraad2018	F_Dim	L_Dim	R_Dim	FIBER	EO_risk taking	Generatie Eigendom	Dummy1 GENEig	Dummy2 GENEig	Aantal_Aan deelhouders	CEO_Fam	In_Leeftijd BF	In_Leeftijd Survey	Industrie	TANGIBILITY 2018	ROA2018	In_TA 2018	WN_BF 2018	
log_Finschuldgraad2018	1																		
F_Dim	0,054	1																	
L_Dim	-0,023	<b>,495**</b>	1																
R_Dim	-0,061	<b>,346**</b>	<b>,580**</b>	1															
FIBER	0,005	<b>,705**</b>	<b>,842**</b>	<b>,744**</b>	1														
EO_risktaking	0,093	0,034	0,037	0,106	0,057	1													
GeneratieEigendom	0,035	-0,010	0,024	0,080	0,019	-0,008	1												
Dummy1GENEig	-0,049	0,052	0,085	-0,005	0,013	-0,059	<b>-,371**</b>	1											
Dummy2GENEig	0,015	0,004	-0,068	-0,075	-0,015	0,072	<b>-,600**</b>	<b>-,190**</b>	1										
Aantal_Aandehouders	-0,032	0,095	-0,002	<b>,140</b>	0,104	0,003	-0,014	-0,013	0,012	1									
CEO_Fam	-0,063	0,060	-0,070	-0,072	-0,013	-0,049	-0,025	0,000	<b>,110</b>	-0,082	1								
In_Leeftijd_BF	<b>-,120*</b>	-0,054	-0,032	0,004	-0,040	-0,001	<b>,111*</b>	<b>-,162**</b>	-0,049	-0,055	<b>-,109*</b>	1							
In_Leeftijd_Survey	0,032	-0,007	0,054	0,087	0,041	0,053	<b>,572**</b>	<b>-,295**</b>	<b>-,370**</b>	0,002	<b>-,137*</b>	<b>,361**</b>	1						
Industrie	0,036	-0,023	0,045	0,066	0,035	<b>,162**</b>	<b>-,131*</b>	-0,007	<b>,187**</b>	-0,080	-0,108	-0,024	<b>-,121*</b>	1					
TANGIBILITY2018	<b>,525**</b>	0,054	0,020	0,015	0,061	-0,058	0,068	-0,035	-0,073	0,004	<b>,125*</b>	-0,004	0,010	-0,071	1				
ROA2018	<b>-,424**</b>	-0,034	0,070	0,010	0,044	-0,062	0,004	-0,023	0,001	-0,023	0,014	0,089	0,003	0,009	<b>-,163**</b>	1			
In_TA2018	-0,075	-0,051	0,037	<b>,196**</b>	0,039	<b>,284**</b>	-0,025	-0,096	0,057	<b>,187**</b>	<b>-,299**</b>	<b>,163**</b>	<b>,183**</b>	<b>,117**</b>	<b>-,217**</b>	<b>,143**</b>	1		
WN_BF2018	-0,014	-0,026	0,081	<b>,119*</b>	0,018	<b>,145*</b>	0,001	-0,061	0,023	<b>,118*</b>	<b>-,309**</b>	<b>,178**</b>	0,107	<b>,118*</b>	<b>-,123*</b>	0,079	<b>,578**</b>	1	

\*. Correlation is significant at the 0.05 level  
 \*\*. Correlation is significant at the 0.01 level

Table 3: Correlatiematrix

## 6.2.1 Correlaties tussen de afhankelijke variabele en onafhankelijke variabelen

Een onafhankelijke variabele die met de afhankelijke variabele ( $\log\_Finschuldgraad2018$ ) gecorreleerd is, is de leeftijd op Bel-First (negatieve correlatie van  $-0,120$  op het 5% significantieniveau). Dit impliceert dat de schuldgraad lager zou zijn, des te ouder het bedrijf is. Andere onafhankelijke variabelen die met de afhankelijke schuldgraad gecorreleerd zijn, zijn de *tangibility* (positieve correlatie van  $0,525$  op het 1% significantieniveau) en de ROA (negatieve correlatie van  $-0,424$  op het 1% significantieniveau).

## 6.2.2 Correlaties tussen de onafhankelijke variabelen onderling

De correlaties tussen de onafhankelijke variabelen onderling wijzen uit dat  $F\_Dim$ ,  $I\_Dim$ ,  $R\_Dim$  positief met elkaar gecorreleerd zijn, telkens op het 1% significantieniveau.  $F\_Dim$ ,  $I\_Dim$  en  $R\_Dim$  blijken eveneens op het 1% significantieniveau positief gecorreleerd te zijn met FIBER (respectievelijk  $0,709$ ,  $0,842$  en  $0,744$  voor  $F\_Dim$ ,  $I\_Dim$  en  $R\_Dim$ ). Aangezien één van de correlaties hoger is dan  $0,8$ , wat aanvaard werd als de *cutoff* waarde, zal FIBER niet in dezelfde regressie worden opgenomen als  $I\_Dim$ . Deze hoge correlatie is te verklaren voor het feit dat FIBER eveneens het gemiddelde is van de verschillende dimensies van de FIBER-schaal, en daarom zal FIBER niet in dezelfde regressie worden opgenomen als  $F\_Dim$ ,  $I\_Dim$  en  $R\_Dim$  om multicollineariteit te voorkomen.

Er bestaan ook significante (1% niveau) negatieve correlaties tussen GeneratieEigendom en de dummy variabelen voor de eerste en de tweede generatie. Ook dit is te verwachten, maar dit zal niet voor problemen zorgen in de regressie aangezien GeneratieEigendom niet in dezelfde regressie opgenomen zal worden als  $Dummy1GENeig$  en  $Dummy2GENeig$ .

Het aantal aandeelhouders is positief gecorreleerd met de R-dimensie van de FIBER-schaal op het 5% significantieniveau. De correlatiecoëfficiënt is  $0,140$ , wat niet bijzonder hoog is. Dit zal dus geen probleem geven bij de regressie.

De variabele  $CEO\_Fam$  blijkt positief gecorreleerd op het 5% significantieniveau met de dummy variabele  $Dummy2GENeig$ . De leeftijd van het bedrijf (zowel volgens de vragenlijst als op Bel-First) blijkt negatief gecorreleerd met  $Fam\_CEO$ . Dit geeft een indicatie dat hoe ouder het bedrijf is, des te minder vaak er sprake is van een professionele CEO. Deze resultaten suggereren echter dat er in de beginjaren van het familiebedrijf een kleinere kans is op een familiale CEO dan wanneer het bedrijf langer bestaat. Dit gaat enigszins tegen de verwachtingen in, aangezien met logischerwijze zou verwachten dat de oprichter (een familielid) CEO is, en dat zijn opvolger ofwel uit de familie komt, ofwel een professionele CEO is.

De variabele Industrie is positief gecorreleerd met EO\_risiktaking (correlatie van 0,162 op het 1% significantieniveau). Dit is niet zeer verbazingwekkend, aangezien de vragen die voor de industrie controleren, een focus hebben op de groei, competitie en technologische verandering. Indien een bedrijf actief is in een industrie waar deze elementen sterk aanwezig zijn, is het niet ondenkbaar te verwachten dat het bedrijf in kwestie van tijd tot tijd risicovolle beslissingen moet nemen. Bovendien is de variabele Industrie ook negatief gecorreleerd met GeneratieEigendom (correlatie van -0,131 op het 5% significantieniveau). Dit wil dus zeggen dat de generatie die het eigendom in handen heeft, jonger is in een industrie met een focus op elementen zoals groei, competitie en technologische verandering.

### 6.3 Variance inflation factor

Op basis van bovenstaande correlatiematrix is het aangeraden om de variabele FIBER niet op te nemen in dezelfde regressie als F\_Dim, I\_Dim en R\_Dim. Een andere test om na te gaan of er sprake is van multicollineariteit, is na te gaan wat de *variance inflation factor* (VIF) van elke onafhankelijke variabele is.

De VIF van een variabele is de inverse van de tolerantiewaarde van deze variabele (Hair et al., 2014). De tolerantiewaarde is een directe maatstaf voor multicollineariteit, aangezien de tolerantiewaarde de mate is waarin de variabele niet kan worden uitgelegd door de andere onafhankelijke variabelen (Hair et al., 2014). Dus hoe hoger de tolerantiewaarde is, des te lager de multicollineariteit (Hair et al., 2014). Als *cutoff* waarde voor de VIF wordt in deze masterproef 10 genomen, aangezien dit overeenstemt met een tolerantiewaarde van 0,1 (Hair et al., 2014).

Voor de variabelen van dit onderzoek, is er slechts één VIF hoger dan 10, en dat is de VIF voor FIBER. Dit bevestigt de resultaten uit de bovenstaande correlatiematrix. Daarom zal de variabele FIBER niet worden opgenomen in dezelfde regressie als de variabelen F\_Dim, I\_Dim en R\_Dim.

### 6.4 Regressieanalyse

Een meervoudige regressie schat het effect op de afhankelijke variabele wanneer men de waarde van één onafhankelijke variabele wijzigt, terwijl alle andere onafhankelijke variabelen constant blijven (Stock & Watson, 2015). Daarom is een meervoudige regressie aangewezen om de hypothesen die eerder in de literatuurstudie werden ontwikkeld, te testen.

Coefficients <sup>a</sup>									
	$\beta$	Std. Error	Sig.	VIF		$\beta$	Std. Error	Sig.	VIF
(Constant)	0,090	0,041	0,028			0,094	0,043	0,029	
F_Dim	0,003	0,003	0,263	1,365					
I_Dim	-0,002	0,004	0,653	1,778					
R_Dim	-0,003	0,003	0,386	1,610					
FIBER						0,000	0,004	0,972	1,026
EO_risktaking	0,006	0,003	<b>0,021</b>	1,105		0,007	0,003	<b>0,015</b>	1,104
GeneratieEigendom	0,000	0,003	0,857	1,052					
Dummy1GENeig						-0,011	0,014	0,459	1,088
Dummy2GENeig						0,003	0,006	0,625	1,121
Aantal_Aandeelhouders	-0,004	0,002	<b>0,079</b>	1,105		-0,004	0,008	0,644	12,136
Aantal_Aandeelhouders						-	0,001	0,967	12,258
_Kwadraat						4,758E-05			
CEO_Fam	-0,031	0,012	<b>0,012</b>	1,180		-0,032	0,012	<b>0,010</b>	1,185
ln_Leeftijd_BF	-0,018	0,006	<b>0,003</b>	1,089		-0,018	0,006	<b>0,003</b>	1,101
Industrie	0,002	0,003	0,440	1,067		0,002	0,003	0,467	1,093
Tangibility2018	0,166	0,015	<b>0,000</b>	1,099		0,166	0,015	<b>0,000</b>	1,109
ROA2018	-0,249	0,037	<b>0,000</b>	1,083		-0,257	0,037	<b>0,000</b>	1,066
ln_TA2018	0,004	0,002	0,149	1,402		0,002	0,002	0,382	1,393
a. Dependent Variable: log_Finschuldgraad2018									
	N = 285 R <sup>2</sup> (adjusted) = 0,433 F = 19,084 Sig. = ,000					N = 285 R <sup>2</sup> (adjusted) = 0,433 F = 19,085 Sig. = ,000			

Tabel 4: Resultaten van meervoudige regressieanalyses met als afhankelijke variabele log\_Finschuldgraad2018

Bovenstaande tabel geeft weer dat er geen multicollineariteitsproblemen zijn indien de regressie wordt opgesplitst in twee regressies. Enkel de VIF-waarde van het aantal aandeelhouders en het aantal aandeelhouders in het kwadraat zijn hoger dan 10, maar in dit specifiek geval is het noodzakelijk om beide variabelen in dezelfde regressie op te nemen om het curvilineair verband te testen.

Beide regressies hebben  $\log\_Finschuldgraad2018$  als afhankelijke variabele, maar in de tweede regressie worden de onafhankelijke variabelen  $F\_Fim$ ,  $I\_Dim$ ,  $R\_Dim$ , en  $GeneratieEigendom$  vervangen door respectievelijk  $FIBER$ ,  $Dummy1GENeig$  en  $Dummy2GENeig$ . Ook wordt de variabele  $Aantal\_Aandeelhouders\_Kwadraat$  toegevoegd. Het model waar  $F\_Dim$ ,  $I\_Dim$ ,  $R\_Dim$  en  $GeneratieEigendom$  geschat wordt, zal vanaf nu 'model 1' genoemd worden, en het model met  $FIBER$ ,  $Dummy1GENeig$ ,  $Dummy2GENeig$  en  $Aantal\_Aandeelhouders\_Kwadraat$  'model 2'.

Zowel model 1 als model 2 hebben 285 observaties en een *adjusted R<sup>2</sup>* van 43,3%. De  $R^2$  van een regressie is de fractie van de variantie van de afhankelijke variabele die door de onafhankelijke variabelen wordt verklaard (Stock & Watson, 2015). De  $R^2$  stijgt echter elke keer dat een variabele wordt toegevoegd, maar het toevoegen van een variabele betekent niet noodzakelijk dat het model daarom beter wordt (Stock & Watson, 2015). De *adjusted R<sup>2</sup>* corrigeert voor dit probleem door de  $R^2$  met een factor te verminderen (Stock & Watson, 2015). Met andere woorden, de *adjusted R<sup>2</sup>* geeft weer hoe goed de fit is tussen de regressie en de data (Stock & Watson, 2015). In dit geval verklaren zowel model 1 als model 2 43,3% de variantie van  $\log\_Finschuldgraad2018$ . De F-waarden van model 1 en model 2 zijn respectievelijk 19,084 en 19,085. De p-waarden voor beide modellen zijn telkens  $p < 0,000$ . Met andere woorden, zowel model 1 als model 2 is statistisch significant.

Hypothesen 1 (impact van de F-dimensie op de financiële schuldgraad), 2 (impact van de I-dimensie) en 3 (impact van de R-dimensie) hebben p-waarden van respectievelijk 0,263, 0,653 en 0,386. Dit wil zeggen dat we de vooropgestelde hypothesen niet kunnen aanvaarden. De scores op de F-, I- en R-dimensies van de FIBER-schaal hebben dus geen statistisch significant effect op de financiële schuldgraad van de onderneming. In tegenstelling tot onze verwachtingen, speelt SEW dus geen significante rol bij de financieringsbeslissingen van familiale ondernemingen.

Hypothese 4, die betrekking heeft tot de impact van de totale score van de FIBER-schaal op de financiële schuldgraad, wordt op basis van deze regressies eveneens niet aanvaard, aangezien deze variabele in model 2 een p-waarde heeft van 0,972. Met andere woorden, er is geen statistisch significant verband gevonden tussen de totale score op de FIBER-schaal en de financiële schuldgraad van de ondernemingen.

Hypothese 5 heeft betrekking tot de impact van de risico-appetijt op de financiële schuldgraad. Variabele  $EO\_risktaking$  heeft in de eerste regressie een p-waarde van 0,021 (significant op het 5% niveau) met een bijhorende  $\beta$  van 0,006. In de tweede regressie heeft deze variabele een p-waarde van 0,015 (significant op het 5% niveau) en een bijhorende  $\beta$  van 0,007. Dit wil zeggen dat er een (robuust) statistisch significant positief verband is tussen de risico-appetijt en de financiële schuldgraad. Wanneer (in regressie 1) de risico-appetijt met 1 eenheid stijgt (op de schaal van 1 tot 7 die bevestigd werd), dan zal mogelijk de verwachte financiële schuldgraad met 0,006 (0,6%) stijgen. In model 2 is dit 0,007 (0,7%). Dit betekent dat op basis van deze regressies H5b (positieve impact) aanvaard wordt.

Hypothese 6 gaat in op de impact van het aantal aandeelhouders op de financiële schuldgraad. De p-waarde voor de variabele *Aantal\_Aandeelhouders* in regressie 1 is 0,079. Bijgevolg is *Aantal\_Aandeelhouders* statistisch significant op het 10% niveau. De bijhorende  $\beta$  is -0,004, wat betekent dat indien het aantal aandeelhouders met 1 stijgt, de financiële schuldgraad verwacht wordt met 0,004 (0,4%) te dalen. Met andere woorden, er is een negatief statistisch significant (op het 10% niveau) verband tussen het aantal aandeelhouders en de financiële schuldgraad van de onderneming. Hypothese 6b (negatieve impact) wordt dus aanvaard.

Hypothese 7 stelt dat er een curvilineair verband zou zijn tussen het aantal aandeelhouders en de financiële schuldgraad, hetgeen nagegaan wordt in regressie 2 met de variabele *Aantal\_Aandeelhouders\_Kwadraat*. Deze heeft echter een p-waarde van 0,967, wat betekent dat de hypothese niet aanvaard kan worden. Er is dus geen statistisch significant curvilineair verband tussen het aantal aandeelhouders en de financiële schuldgraad.

Hypothese 8 gaat na welke impact de generatie heeft op de financiële schuldgraad. De p-waarde van de variabele *GeneratieEigendom* is 0,857. Deze variabele is dus niet statistisch significant. Ook in regressie 2 blijkt dat er geen statistisch significant verschil is tussen de eerste generatie en de derde generatie of later (p-waarde van 0,459) of tussen de tweede generatie en de derde generatie of later (p-waarde van 0,625). Dit betekent dat zowel hypothese 8a (latere generatie heeft een hogere financiële schuldgraad) als 8b (latere generatie heeft een lagere financiële schuldgraad) niet aanvaard kunnen worden.

Tenslotte stelt hypothese 9 dat er een negatief verband zou zijn tussen het hebben van een CEO die tot de familie behoort enerzijds en de financiële schuldgraad van de familieonderneming anderzijds. In regressie 1 is de p-waarde van de variabele *CEO\_Fam* 0,012 (statistisch significant op het 5% niveau) met een bijhorende  $\beta$  van -0,031. Dit betekent dat indien de CEO familiaal is, de verwachte financiële schuldgraad van de onderneming 3,1% lager zal liggen dan wanneer de CEO niet tot de familie behoort. In regressie 2 is de p-waarde van *CEO\_Fam* 0,010 (statistisch significant op het 1% niveau) en de bijhorende  $\beta$  -0,032. Dit wil zeggen dat wanneer de CEO tot de familie behoort, de verwachte financiële schuldgraad 3,2% lager zal zijn dan indien de CEO niet tot de familie behoort. Er is dus een (robust) statistisch significant negatief verband tussen het hebben van een familiale CEO en de financiële schuldgraad van de onderneming, en daarom kan hypothese 9 aanvaard worden.

Aangaande de controlevariabelen, zijn de leeftijd van de onderneming op Bel-First, de *tangibility* en de ROA statistisch significant. De industrie en de totale activa (*lnTA*) blijken geen statistisch significante impact te hebben op de afhankelijke variabele.

Opmerkelijk is dat uit deze resultaten blijkt dat de leeftijd van de onderneming een statistisch significant effect heeft op de financiële schuldgraad, terwijl de generatie die het eigendom in handen heeft, geen statistisch significant effect heeft op de financiële schuldgraad. Dit is opmerkelijk, aangezien uit de

correlatieanalyse bleek dat er wel degelijk een correlatie bestaat tussen de leeftijd van de onderneming en de generatie die aan het hoofd van de onderneming staat.

Bovendien wordt geen enkele *SEW*-gerelateerde hypothese aanvaard. Dit is niet in overeenstemming met de verwachtingen van de literatuur die in de voorgaande literatuurstudie onderzocht werd.

## 6.5 Robuustheidstest

Om na te gaan of de bovenstaande conclusies zouden veranderen indien er op een andere manier gecontroleerd wordt voor een variabele, wordt op beide regressies een robuustheidstest uitgevoerd. Zo wordt er in bovenstaande regressies voor de leeftijd van het bedrijf gecontroleerd met de leeftijd op Bel-First. Voor de robuustheidstest wordt voor de leeftijd gecontroleerd met de leeftijd die ingevuld werd in de vragenlijst (variabele *In\_Leeftijd\_Survey*). Een andere controlevariabele die vervangen wordt, is de variabele die controleert voor de grootte van het bedrijf. In plaats van *In\_TA2018* wordt de variabele *WN\_BF2018* gebruikt. Op deze manier controleert het aantal werknemers voor de grootte.

De resultaten blijven robuust bij het opnemen van deze andere controlevariabelen. Echter, de controlevariabele *In\_Leeftijd\_Survey* blijkt niet statistisch significant te zijn (p-waarde van 0,989 en 0,948 in de robuustheidscheck voor respectievelijk model 1 en model 2), terwijl de controlevariabele *In\_Leeftijd\_BF* dit wel was. Dit suggereert dus dat niet het oprichtingsjaar een invloed heeft op de financiële schuldgraad van de onderneming, maar wel hoe lang de onderneming al in zijn meest recente rechtsvorm bestaat.





## 7. Conclusie

### 7.1 Bespreking van de resultaten

In deze masterproef staat de vraag "Wat zijn de determinanten van de schuldgraad in familiebedrijven?" centraal. In de literatuurstudie wordt voornamelijk ingegaan op de karakteristieken van familiebedrijven en de factoren die financieringsbeslissingen zouden kunnen beïnvloeden in familiebedrijven. Hier wordt een opsplitsing gemaakt tussen SEW-gerelateerde factoren enerzijds en *corporate governance*-aspecten anderzijds. Met SEW, *socio-emotional wealth*, wordt bedoeld dat familiebedrijven over het algemeen gemotiveerd worden door de niet-financiële doelstellingen van de eigenaars (Berrone et al., 2012).

In het volgend deel van deze masterproef worden de opgestelde hypothesen getest aan de hand van een regressieanalyse. De data die hiervoor gebruikt wordt, zijn de financiële gegevens (uit de Bel-First databank) van 2018 van Belgische familiebedrijven die een eigendomsoverdracht ondergingen tussen 1996 en 2018, en de antwoorden die zij hebben gegeven bij het invullen van een enquête. In totaal waren er 345 respondenten, maar er worden slechts 285 bedrijven opgenomen in de regressieanalyse, aangezien sommige variabelen niet beschikbaar zijn voor bepaalde bedrijven (door het onvolledig invullen van de enquête).

Elementen met betrekking tot SEW die een invloed zouden kunnen hebben op de schuldgraad in familiebedrijven, zijn de componenten van de FIBER-schaal. De FIBER-schaal, voorgesteld door Berrone et al. (2012), bestaat uit 5 componenten die elk een invloed hebben op het socio-emotioneel kapitaal van de onderneming. Meer specifiek wordt in het empirisch deel nagegaan welke impact de F-, I- en R-dimensies van FIBER hebben op de financiële schuldgraad, en wat de impact van de FIBER-schaal algemeen is op de financiële schuldgraad in familiebedrijven. De F-component staat voor "Familie: controle en invloed". Concreet betekent dit dat de familieleden het belangrijk vinden om de controle over bijvoorbeeld de strategische beslissingen in de onderneming te behouden (Berrone et al., 2012). Bacci et al. (2012) stellen dat familieondernemingen minder snel zullen opteren voor extern vreemd vermogen aangezien dit een manier is om controle te verliezen over de onderneming. Banken hebben namelijk een monitoringsrol (Schmid, 2013). De afspraken die werden opgenomen in de leenovereenkomst beperken de controle die de familie heeft over het toekomstige beleid van de onderneming, op zijn minst tot wanneer de schulden weer zijn afgelost. Daarom wordt er in deze masterproef verwacht dat de F-dimensie een negatieve impact heeft op de financiële schuldgraad van de onderneming (H1). Uit de regressieanalyse in het empirisch deel blijkt echter dat er geen statistisch significant verband vastgesteld kan worden tussen de F-dimensie en de financiële schuldgraad.

De I-component staat voor 'Identificatie van de familieleden met het bedrijf'. Dit heeft te maken met het feit dat sommige families zich in sterke mate identificeren met de onderneming. De naam van de onderneming is vaak de familienaam en bijgevolg wordt de onderneming gezien als een verlengstuk van

de identiteit van de familieleden (Berrone et al., 2012). Martin en Gomez-Mejia (2016) geven aan dat indien een bedrijf te veel financieel risico neemt, bijvoorbeeld door schulden aan te gaan die ze niet kunnen afbetalen, dit een negatieve impact zou kunnen hebben op de reputatie van de familie. Daarom wordt er in deze masterproef een negatief verband verwacht tussen de I-dimensie en de financiële schuldgraad van de onderneming (H2). Echter, uit de regressieanalyse blijkt dat ook voor deze component van de FIBER-schaal geen statistisch significant verband vastgesteld kan worden.

De R-dimensie heeft te maken met het veiligstellen van de opvolging van de onderneming en de bekommernis om de onderneming te laten voortbestaan (Berrone et al., 2012). De R-dimensie staat voor 'Hernieuwing van familiebanden aan het bedrijf door dynastie-opvolging'. Door de bekommernis om het bedrijf aan volgende generaties over te geven, hebben familiebedrijven een lange termijnperspectief. Anderson et al. (2003) geven aan dat dit ertoe bijdraagt dat er in familiebedrijven een lagere kost van schulden is dan in niet-familiebedrijven. Een lagere kost van schulden zou kunnen leiden tot een hogere financiële schuldgraad. Daarom wordt er een positieve impact verwacht van de R-dimensie op de financiële schuldgraad (H3). In het empirisch deel van deze masterproef wordt echter geen statistisch significant verband gevonden tussen de R-dimensie en de financiële schuldgraad.

Molly et al. (2019) geven aan dat familiegerichte doelstellingen een indirect effect op de totale schuldratio van de onderneming hebben. In bedrijven met een sterke familiale vertegenwoordiging in de Raad van Bestuur oefenen deze niet-familiale doelstellingen een negatief effect uit op de totale schuldratio van de onderneming (Molly et al., 2019). Daarom wordt verwacht dat de totale score op de FIBER-schaal een negatieve impact heeft op de financiële schuldgraad van de onderneming (H4). Echter, de regressieanalyse wijst uit dat deze hypothese niet aanvaard kan worden.

Het feit dat zowel de F-, I- R-dimensie als de totale FIBER-score geen statistisch significante impact heeft op de financiële schuldgraad, is enigszins verrassend indien deze resultaten met de literatuurstudie van deze masterproef worden vergeleken. Echter, dit is in overeenstemming met voorgaand onderzoek van Molly et al. (2019), waarin geconcludeerd wordt dat er geen significant direct verband is tussen familiegerichte doelstellingen en de schuldratio's in familiebedrijven. Molly et al. (2019) geven echter aan dat deze resultaten niet noodzakelijk suggereren dat SEW helemaal geen impact heeft op de schuldratio, maar eerder dat SEW-factoren, naast andere factoren, een indirecte invloed hebben (Molly et al., 2019). Molly et al. (2019) maken een onderscheid tussen *willingness* en *ability*. Met *willingness* wordt het hebben van familiegerichte doelstellingen bedoeld, terwijl *ability* de mogelijkheid om deze doelstellingen na te streven betekent. Hoewel *willingness* volgens Molly et al. (2019) wel aanwezig is, kan er pas een effect op de schuldratio van een onderneming waargenomen worden wanneer ook het *ability*-aspect aanwezig is, bijvoorbeeld door voldoende familieleden in de Raad van Bestuur te hebben (Molly et al., 2019).

Elementen met betrekking tot *corporate governance* die onderzocht worden in deze masterproef, zijn de risico-appetijt van de onderneming (H5), het aantal aandeelhouders (H6, H7), de generatie die het eigendom in handen heeft (H8) en het hebben van een CEO die al dan niet tot de familie behoort (H9).

De eerste *corporate governance*-gerelateerde factor die besproken wordt, is de risico-appetijt van de onderneming. Deze factor blijkt een positieve impact ( $p$ -waarde = 0,021) te hebben op de financiële schuldgraad van de onderneming. Dit wil zeggen, des te meer risico's de onderneming bereid is te aanvaarden, des te hoger de financiële schuldgraad zal zijn. Dit is in overeenstemming met de verwachtingen uit de literatuur, aangezien gesteld wordt dat familiebedrijven risico-avers zijn en minder schulden zullen aangaan dan niet-familiebedrijven (Gallo et al., 2004; Pindado et al., 2015; Wu et al., 2007; Santos et al., 2013; Bacci et al., 2018). In deze masterproef wordt verder ingegaan op de heterogeniteit binnen familiebedrijven. Familiale ondernemingen vertonen een sterke variantie in hun risicobereidheid, en nemen daardoor verschillende financiële beslissingen.

Het aantal aandeelhouders, de tweede *corporate governance*-gerelateerde factor, blijkt op het 10% significantieniveau een negatieve impact te hebben op de financiële schuldgraad van de onderneming. Dit is deels in overeenstemming met de literatuur (Keasey et al., 2015). De verklaring voor dit negatief verband is volgens Keasey et al. (2015) dat het behouden van controle vooral essentieel is in jonge familiebedrijven (waar het aandeelhouderschap geconcentreerd is) en dat de concentratie van aandelen positief gecorreleerd is met de hoeveelheid schulden dat een familiebedrijf heeft (Keasey et al., 2015). Hier is het belangrijk om op te merken dat Keasey et al. (2015) met 'controle verliezen' niet doelen op controle verliezen aan banken (door de monitoringsrol), maar op controle verliezen aan andere toekomstige aandeelhouders. Echter, er zijn ook studies die beweren dat er een curvilineair (hypothese 7) of positief (hypothese 6a) verband zou zijn tussen de concentratie van het aandelenbezit en de schuldgraad van de onderneming (Bacci et al., 2018; Santos et al., 2013). De hypothesen met betrekking tot het curvilineair verband of het positief verband kunnen echter niet aanvaard worden op basis van dit empirisch onderzoek.

In de literatuur zijn er uiteenlopende standpunten over het mogelijk effect van de generatie die het eigendom in handen heeft op de financiële schuldgraad. Zo kan er geargumenteed worden dat latere generaties sneller schulden zullen aangaan dan de stichtende generatie (Anderson et al., 2003; González et al., 2013; Molly et al., 2010; Schulze et al., 2003a). De verklaring hiervoor is volgens Schulze et al. (2003a) dat latere generaties een risico-appetijt hebben die in lijn ligt met de risico-appetijt van traditionele investeerders en aandeelhouders. Met andere woorden, latere generaties hebben een hogere risicotolerantie en zullen dus bereid zijn om meer schuldfinanciering te gebruiken (Schulze et al., 2003a). Anderzijds beweren Bacci et al. (2018) dat latere generaties, net zoals als de stichtende familie, minder schulden zullen aangaan, aangezien het aandeelhouderschap al minder geconcentreerd is. De regressieanalyse in het empirisch deel van deze masterproef wijst echter uit dat er geen statistisch significant verband is tussen de generatie die het aandeelhouderschap in handen heeft en de financiële schuldgraad van de onderneming. Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de twee

bovenstaand beschreven effecten elkaar zouden kunnen opheffen en er daarom geen statistisch significant verband zou zijn tussen de financiële schuldgraad en de generatie.

Een interessante vaststelling met betrekking tot de controlevariabelen en de robuustheidstest, is dat hoewel de generatie geen effect heeft op de schuldgraad, de leeftijd op Bel-First wel een negatief statistisch significant effect heeft op de schuldgraad. Dit is de leeftijd dat de onderneming in zijn meest recente rechtsvorm bestaat. De leeftijd van de onderneming die werd ingevuld op de vragenlijst (dus sinds het stichten van het bedrijf) heeft dan weer geen statistisch significant effect op de financiële schuldgraad van de onderneming. Een mogelijke verklaring zou eventueel kunnen zijn dat wanneer bijvoorbeeld een eenmanszaak omgezet wordt in een vennootschap, dit gebeurt omdat de onderneming voorziet te groeien. Om deze groei te realiseren, is bijkomend kapitaal nodig en dit zou de hogere schuldgraad in de eerste jaren van de nieuwe rechtsvorm kunnen verklaren. Dit fenomeen werd echter niet onderzocht in deze masterproef en daarom kan hier niet met zekerheid een verklaring voor worden gegeven. Eventueel zou het wel interessant zijn om hier dieper op in te gaan in een vervolgonderzoek.

Het effect van de CEO op de schuldgraad wordt in de literatuurstudie eveneens onderzocht. Vandemaele en Vancauteran (2015) tonen aan dat familiebedrijven met een familiale CEO eerder intern vermogen zullen gebruiken om investeringen te financieren. Daarom wordt in het empirisch deel van deze masterproef verwacht dat het hebben van een familiale CEO een negatieve impact heeft op de financiële schuldgraad van de onderneming. Deze hypothese wordt door de regressieanalyse aanvaard ( $p$ -waarde van 0,012 en  $\beta$  van -0,031).

Concluderend kan dus gesteld worden dat, tegen de verwachtingen in, SEW-gerelateerde factoren geen statistisch significante impact hebben op de financiële schuldgraad van familieondernemingen, terwijl enkele corporate governance-gerelateerde factoren dit wel hebben. Met name, de risico-appetijt, het aantal aandeelhouders en het hebben van een familiale CEO.

## 7.2 Theoretische en praktische implicaties

De theoretische kloof die Michiels en Molly (2017) aanhalen met betrekking tot de kapitaalstructuurbeslissingen van familiale eigenaars van een familieonderneming, wordt in deze masterproef getracht voor een deel te dichten.

De meest opvallende conclusie die uit dit onderzoek getrokken wordt, is dat de SEW-gerelateerde factoren geen statistisch significante impact hebben op de financiële schuldgraad. Dit zou kunnen betekenen dat SEW-factoren daadwerkelijk geen (directe) invloed hebben op de kapitaalstructuur van familieondernemingen, zoals beschreven wordt in Molly et al. (2019). Echter, dit zou ook kunnen betekenen dat de FIBER-schaal geen optimale manier is om de SEW in een onderneming te meten. Een theoretische implicatie is dus dat het misschien interessant zou zijn om de FIBER-schaal te herevalueren. In de literatuur wordt dit reeds gedaan door Hauck, Suess-Reyes, Beck, Prügl en Frank (2016). Zij

hebben namelijk een verkorte versie van de FIBER-schaal voorgesteld, de REI-schaal, waar de F- en de B-dimensie niet in voorkomen, aangezien deze factoren van FIBER niet voldoende nadruk zouden leggen op de affectieve dimensie van SEW (Hauck et al., 2016). Ook Debicki, Kellermanns, Chrisman, Pearson en Spencer (2016) stellen een andere manier voor op SEW te meten, namelijk met de SEWi-schaal (*socioemotional wealth importance* schaal). Deze schaal bestaat uit 3 componenten, namelijk de prominentie van de familie, de continuïteit van de familie en de verrijking van de familie (Debicki et al., 2016).

Dit onderzoek heeft ook praktische implicaties. Voor eigenaars van familieondernemingen is het interessant om na te gaan welke factoren hun financieringsbeslissingen beïnvloeden. Concreet betekent dit bijvoorbeeld wanneer het bestuur van een familieonderneming overweegt om een niet-familiale CEO aan te stellen, ze zich er bewust van moeten zijn dat dit gevolgen heeft voor hun financiële besluitvorming en dat hun schuldgraad mogelijk zal stijgen indien ze voorheen een familiale CEO hadden. Ook voor de overheid is het interessant om te weten waar eigenaars en bestuurders van familieondernemingen belang aan hechten, omdat dit inzicht kan verschaffen over hoe de overheid de groei van familieondernemingen in de toekomst beter kan ondersteunen. Bedrijven die willen groeien maar momenteel niet over voldoende liquide middelen beschikken, zouden namelijk kunnen overwegen om al dan niet schulden aan te gaan om hun nieuwe investeringen te financieren. De overheid zou bijvoorbeeld bepaalde maatregelen kunnen nemen die de terughoudendheid of risico-aversie van familieondernemingen ten opzichte van schulden zou kunnen verminderen. Ook voor banken is het interessant om te weten wat de bekommernissen en bedenkingen zijn van hun klanten en waarom familieondernemingen ervoor kiezen om al dan niet een lening bij hun aan te gaan.

### 7.3 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Dit empirisch onderzoek is gebaseerd op Belgische private familiebedrijven, maar het zou ook interessant kunnen zijn om na te gaan of dezelfde resultaten bekomen zouden worden bij bedrijven uit andere landen. Zo behoren bedrijven uit de Verenigde Staten traditioneel gezien tot een *market-based* economie, dit betekent een economie waar de aandelenmarkt centraal staat (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 2002). Volgens een *market-based* perspectief zou er in aandelenmarkten minder informatieasymmetrie zijn en dit zorgt er onder meer voor dat deze aandelenmarkten efficiënter zouden werken dan banken (Levine, 2002). Banken in landen met een *bank-based* economie, waar financiële instellingen centraal staan, zouden volgens Levine (2002) er beter in zijn om bedrijven te monitoren en *moral hazard* tegen te gaan. Levine (2002) geeft aan dat volgens een *bank-based* perspectief een beter ontwikkelde aandelenmarkt ervoor zou zorgen dat er minder controle zou zijn op de ondernemingen. Met andere woorden, afhankelijk van tot welk soort economie de onderneming behoort, *bank-based* of *market-based*, is het interessanter voor een bedrijf om extern vreemd vermogen of extern eigen vermogen te gebruiken als financieringsbron.

Voor een vervolgonderzoek zou het bovendien interessant zijn om een primaire dataset samen te stellen en hierbij andere schalen van SEW ook in mee op nemen, zoals bijvoorbeeld de eerder vermeldde REI-schaal of de SEWi-schaal. Bovendien zou er dan verder ingegaan kunnen worden op de rol van de Raad van Bestuur in de ondernemingen, aangezien Molly et al. (2019) aangaven dat de Raad van Bestuur een belangrijke mediërende rol zou kunnen spelen tussen SEW en de schuldgraad van een onderneming. In dit onderzoek werd de Raad van Bestuur niet mee opgenomen, aangezien dit zou betekenen dat er veel minder observaties zouden zijn. Een mogelijke oplossing hiervoor is om de steekproef uit te breiden naar de hele populatie van familiebedrijven (en dus niet enkel ondernemingen te selecteren die tussen 1996 en 2018 een eigendomsoverdracht hebben doorgemaakt).

Tenslotte zou een kwalitatief onderzoek een goede aanvulling kunnen zijn voor de resultaten die in deze masterproef bekomen werden. Een kwalitatief onderzoek zou ertoe kunnen bijdragen om na te gaan waarom bepaalde factoren, zoals het aanstellen van een professionele CEO, de schuldgraad beïnvloeden. Zo zou het financiële beslissingsproces bij familiebedrijven beter in kaart gebracht kunnen worden en zou nagegaan kunnen worden welke rol bijvoorbeeld de Raad van Bestuur speelt bij het aangaan van financiële beslissingen.

## 8. Bronnenlijst

- Amore, M. D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2011). How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1016-1027.
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking and Finance*, 36(6), 1744-1758.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Anderson, R., & Reeb, D. (2003). Founding-Family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *The Journal of Law & Economics*, 46(2), 653-684.
- Bacci, S., Cirillo, A., Mussolino, D., & Terzani, S. (2018). The influence of family ownership dispersion on debt level in privately held firms. *Small Business Economics*, 51(3), 557-576.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 613-673.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.
- Berry, W. D., & Feldman, S. (1985). *Multiple regression in practice (Quantitative applications in the social sciences)*. Beverly Hills, Calif: Sage.
- Blanco-Mazagatos, V., de Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L. A. (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213.
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 29(3), 249-265.
- Che, L., & Langli, J. C. (2015). Governance structure and firm performance in private family firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(9-10), 1216-1250.
- Cheng, Q. (2014). Family firm research – A review. *China Journal of Accounting Research*, 7(3), 149-163.



- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28(4), 335-354.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29(5), 555-575.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of heterogeneity in family firms: An introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1103-1113.
- Covin, J. G., & Slevin, D. P. (1989). Strategic management of small firms in hostile and benign environments. *Strategic Management Journal*, 10(1), 75-87.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Debicki, B. J., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., Pearson, A. W., & Spencer, B. A. (2016). Development of a socioemotional wealth importance (SEWi) scale for family firm research. *Journal of Family Business Strategy*, 7(1), 47-57.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2002). Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data. *Journal of Financial Economics*, 65(3)
- Díaz-Díaz, N. L., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2016). Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter? *Journal of Corporate Finance*, 37, 393-411.
- European Family Businesses (EFB). (2019). Facts & Figures. Retrieved from <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- FBN-Belgium. (2019). Familiebedrijven: hoeksteen van onze economie. Retrieved from <https://www.fbnbelgium.be/nl/>
- Gallo, M. Á., & Sveen, J. (1991). Internationalizing the family business: Facilitating and restraining forces. *Family Business Review* 4(2), 181-190.
- Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.

- Gersick, K. E., Davis, J. A., & McCollom Hampton, M. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Boston, Mass: Harvard Business School.
- Gomez-Mejia, L., Cruz, C., Berrone, P., & de Castro, J. (2011). The Bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237. doi:10.2307/30040616
- Gomez-Mejia, L., Haynes, K., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L. & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320.
- Gottardo, P., & Maria Moisello, A. (2017). Family firms, risk-taking and financial distress. *Problems and Perspectives in Management*, 15(2), 168-177.
- Hair, J. F. j., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Harlow: Pearson.
- Hauck, J., Suess-Reyes, J., Beck, S., Prügl, R., & Frank, H. (2016). Measuring socioemotional wealth in family-owned and -managed firms: A validation and short form of the FIBER scale. *Journal of Family Business Strategy*, 7(3), 133-148.
- Huybrechts, J., Voordeckers, W., & Lybaert, N. (2013). Entrepreneurial risk taking of private family firms: The influence of a nonfamily CEO and the moderating effect of CEO tenure. *Family Business Review*, 26(2), 161-179.
- IFB. (2019). Wat is een familiebedrijf? Retrieved from <https://www.familiebedrijf.be/wat-is-een-familiebedrijf>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Keasey, K., Martinez, B., & Pindado, J. (2015). Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34, 47-63.

- Koropp, C., Grichnik, D., & Kellermanns, F. (2013). Financial attitudes in family firms: The moderating role of family commitment. *Journal of Small Business Management*, 51(1), 114-137.
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial decision making in family firms: An adaptation of the theory of planned behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307-327.
- Leary, M., & Roberts, M. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398-428.
- Madison, K., Holt, D. T., Kellermanns, F. W., & Ranft, A. L. (2016). Viewing family firm behavior and governance through the lens of agency and stewardship theories. *Family Business Review*, 29(1), 65-93.
- Martin, G., & Gomez-Mejia, L. (2016). The relationship between socioemotional and financial wealth: Revisiting family firm decision making. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 14(3), 215-233.
- Michiels, A., & Molly, V. (2017). Financing Decisions in Family Businesses: A Review and Suggestions for Developing the Field. *Family Business Review*, 30(4), 369-399.
- 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.
- Molly, V., Uhlener, L. M., De Massis, A., & Laveren, E. (2019). Family-centered goals, family board representation, and debt financing. *Small Business Economics*, 53(1), 269-286.
- Moussa, A., & Elgiziry, K. (2019). The impact of family involvement in business on capital structure decisions: A literature review. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 258-266.
- Myers, S. C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Pindado, J., & Requejo, I. (2015). Family business performance from a governance perspective: A review of empirical research: Family business and corporate governance. *International Journal of Management Reviews*, 17(3), 279-311.

- Pindado, J., Requejo, I., & la Torre, C. (2015). Does family control shape corporate capital structure? an empirical analysis of eurozone firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(7-8), 965-1006.
- Santos, M.S., Moreira, A.C., & Vieira, E.S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management and Governance*, 18(4), 1063-1107.
- Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking and Finance*, 37(2), 257-272.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003a). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179-203.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003b). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490.
- Sonfield, M. C., & Lussier, R. N. (2004). First-, second-, and third-generation family firms: A comparison. *Family Business Review*, 17(3), 189-201.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private Family Ownership and the Agency Costs of Debt. *Family Business Review*, 22(4), 333-346.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2015). *Introduction to econometrics* (3rd ed.). Boston, Mass: Pearson.
- Vandemaele, S., & Vancauteren, M. (2015). Nonfinancial goals, governance, and dividend payout in private family firms. *Journal of Small Business Management*, 53(1), 166-182.
- Vieira, E. S. (2017). Debt policy and firm performance of family firms: The impact of economic adversity. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), 267-286.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Westhead, P., Cowling, M., & Howarth, C. (2001). The development of family companies: Management and ownership imperatives. *Family Business Review*, 14(4), 369-382.
- Wu, Z., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 875-895.

- Yang, M.-L. (2010). The Impact of Controlling Families and Family CEOs on Earnings Management. *Family Business Review*, 23(3), 266–279.
- Zellweger, T. M., & Astrachan, J. H. (2008). On the emotional value of owning a firm. *Family Business Review*, 21(4), 347-363.
- Zellweger, T., Nason, R., Nordqvist, M. & Brush, C. (2011). Why Do Family Firms Strive for Nonfinancial Goals? An Organizational Identity Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 37.
- Zhang, X., Venus, J., & Wang, Y. (2012). Family ownership and business expansion of small- and medium-sized chinese family businesses: The mediating role of financing preference. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), 97-105.