



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Redenen voor een zero-leverage beleid bij private familiebedrijven in Vlaanderen: Een kwalitatieve studie

Dieter Kersten

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2019
2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Redenen voor een zero-leverage beleid bij private familiebedrijven in Vlaanderen: Een kwalitatieve studie

Dieter Kersten

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS

Vermelding COVID-19

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

Woord vooraf

Dit wetenschappelijk artikel is geschreven met als doel het behalen van een masterdiploma in de Handelswetenschappen, met afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit aan de Universiteit Hasselt. Graag wens ik van deze gelegenheid gebruik te maken om enkele personen te bedanken. Ik zou graag beginnen met mijn promotor Prof. dr. Anneleen Michiels te bedanken voor haar begeleiding en feedback. Verder ben ik ook mijn zeven respondenten erg dankbaar voor hun medewerking aan dit onderzoek. Tenslotte wil ik mijn ouders bedanken voor hun oprechte steun gedurende mijn hele studieperiode.

Dieter Kersten

Tongeren, juni 2020

Samenvatting

Het doel van deze masterproef is de redenen van private familiebedrijven in Vlaanderen achterhalen voor de keuze voor een zero-leverage beleid. De onderzoeksvraag luidt dan ook als volgt: Redenen voor een zero-leverage beleid bij private familiebedrijven in Vlaanderen: Een kwalitatieve studie. Zero-leverage bedrijven worden in de literatuur omschreven als bedrijven die zowel op korte als op lange termijn geen enkele vorm van schulden bezitten in een bepaald jaar. Zero-leverage is dan ook de meest extreme vorm van financieel conservatisme. Bedrijven die een financieel conservatief beleid toepassen, werken met weinig schulden en houden hoge cashposities aan. Er zijn reeds talloze studies gedaan over financieel conservatisme, maar het zero-leverage fenomeen is nog niet in al zijn aspecten onderzocht. Uit de studies die het zero-leverage beleid onderzoeken, blijkt er een verband te zijn tussen deze zero-debt policy en familiebedrijven. Echter worden de achterliggende redenen hiervoor slechts oppervlakkig onderzocht. Deze studie probeert de leegte in de literatuur op te vullen door de drijfveren achter de keuze voor een zero-leverage beleid te achterhalen. Het is van groot belang om de redenen van familiale bedrijven voor het werken met een beleid zonder schulden te achterhalen omdat het aantal familiebedrijven veel groter is dan het aantal niet-familiebedrijven. Van alle Belgische vennootschappen is namelijk 77% een familiebedrijf en zorgen ze voor 45% van de tewerkstelling in België. Bovendien spelen familiebedrijven niet enkel in België maar ook wereldwijd een cruciale economische rol. Er zijn in de literatuur verschillende definities te vinden wanneer een onderneming wordt beschouwd als familiebedrijf. In deze masterproef zal er gesproken worden van een familiebedrijf indien de meerderheid van de aandelen met stemrecht in handen is van één familie en het bedrijf zich positioneert als familiebedrijf. De keuze voor private ondernemingen in deze studie volgt ook uit het gegeven dat het aantal private ondernemingen veruit het aantal publieke bedrijven overstijgt. Omwille van al deze redenen zal dit onderzoek unieke inzichten bieden die van grote meerwaarde zullen zijn op de reeds bestaande literatuur.

Er is geopteerd voor kwalitatief onderzoek omdat er op voorhand geen duidelijk beeld was welke concepten en resultaten belangrijk kunnen zijn. Bovendien suggereerden verschillende papers naar meer kwalitatief onderzoek over het zero-leverage fenomeen binnen familiebedrijven. De kwalitatieve dataverzameling is gebeurd aan de hand van case studies. Een case study onderzoek is relevant omdat deze methode toelaat het onderzochte fenomeen waar te nemen vanuit verschillende perspectieven. Bovendien worden ze gebruikt om nieuwe theorieën te ontwikkelen of bestaande theorieën uit te breiden. Echter kan er bij een case study niet gegeneraliseerd worden naar de volledige populatie. Er zijn in totaal zeven half-gestructureerde diepte interviews afgenomen bij zes verschillende zero-leverage bedrijven. Bij het uitvoeren van deze interviews werden er verklaringen gezocht voor het gebruik van een zero-leverage beleid bij private Vlaamse familiebedrijven. Bovendien werd er nagegaan wat volgens de respondenten de grootste voor- en nadelen zijn van een beleid zonder schulden en hoe het bedrijf zou presteren indien ze wel hadden gewerkt met schuldfinanciering. Het analyseren van de bekomen data is gebeurd via een codeerproces dat werd uitgevoerd zoals beschreven in de academische literatuur.

Drie van de zeven respondenten geven aan dat een negatieve ervaring uit het verleden, zoals zware financiële problemen, de aanzet is geweest om te werken met een beleid zonder schulden. Ouderdom wordt door twee respondenten aangehaald als oorzaak voor het toepassen van een zero-leverage beleid. Volgens hen wordt de afkeer van schulden groter naarmate je ouder wordt. Daarnaast worden er door de respondenten nog drie andere oorzaken gegeven voor hun zero-debt policy keuze. Eén respondent wil koste wat kost voorkomen dat de volgende generatie wordt belast met schulden die door hem zijn aangegaan. Vervolgens speelt ook de sector waarin je actief bent een belangrijke rol. In een conservatieve sector, zoals de bouw, is het gebruikelijk om met weinig of zelfs geen schulden te werken. Tot slot haalt een respondent aan dat het grootste deel van de te financieren kosten wordt gefinancierd door het leverancierskrediet. Hierdoor hebben ze geen nood aan schuldfinanciering. Het voordeel van een beleid zonder schulden dat het vaakst wordt aangehaald bij de respondenten is het makkelijk verkrijgen van financiering wanneer er zich plots een mooie investeringskans voordoet. In de literatuur wordt dit financiële flexibiliteit genoemd. De gemoedsrust en het hebben van meer zekerheid wanneer de marktomstandigheden slecht zijn, zijn andere voordelen van een zero-leverage beleid die naar voor komen tijdens de interviews. Maar een beleid zonder schulden heeft natuurlijk niet enkel voordelen. Het traag en beperkt groeien van het bedrijf wordt het vaakst als nadeel gezien door de respondenten. Hieruit kunnen we concluderen dat het grootste deel van de geïnterviewde personen gemoedsrust en financiële flexibiliteit verkiezen boven de snelle groei van hun bedrijf. Op de vraag of hun familiebedrijf beter zou presteren indien het wel zou werken met schuldfinanciering zijn de meningen uiteenlopend. Twee respondenten denken dat ze groter zouden zijn en beter zouden presteren als gevolg van overnames en het creëren van financiële hefboomen. Echter wordt daarbij de kanttekening gemaakt dat het aangaan van schulden niet past bij het DNA en de huisstijl van hun bedrijf. Enkele andere respondenten zijn dan weer overtuigd dat de prestaties van hun familiebedrijf achteruit zouden gaan door het aangaan van schulden. Ze halen aan dat het een stuk moeilijker zou zijn om controle te behouden, met slechtere resultaten tot gevolg.

Uit de resultaten van het empirisch onderzoek kan er besloten worden dat de aanwezigheid van socioemotional wealth (SEW) binnen familiebedrijven een belangrijke invloed heeft op de keuze voor een zero-leverage beleid. De SEW-theorie stelt dat familiebedrijven naast het maximaliseren van de bedrijfswaarde ook familiale doelen hebben, en dat deze niet altijd overeenstemmen. Familieleden zullen tijdens het nemen van beslissingen niet enkel rekening houden met de economische gevolgen, maar ook met de SEW-gevolgen. Wanneer een bepaalde actie leidt tot een SEW-daling, wordt er door de familie vaak geopteerd voor een economisch minder interessante beslissing die niet tot een daling van de SEW leidt. Zowel het willen vermijden van een nieuwe negatieve ervaring, de schuldenvrije overdracht aan de volgende generatie en het verkrijgen van financiële flexibiliteit en gemoedsrust zijn vormen van familiale doelen. Kort samengevat verkiest een groot gedeelte van de respondenten één of meerdere van deze familiale doelen boven de groei van hun familiebedrijf.

Tevens zijn er enkele beperkingen aan dit onderzoek. Ten eerste is dit onderzoek gevoerd aan de hand van case studies. Hierdoor kan er niet gegeneraliseerd worden naar de hele populatie. Er kan dus niet worden besloten dat de bekomen resultaten van toepassing zijn op alle Vlaamse private familiebedrijven. Een tweede beperking is dat zes van de zeven respondenten familiale zaakvoerders waren en er, op één uitzondering na, slechts één persoon per bedrijf werd geïnterviewd. Voor toekomstig onderzoek is het aan te raden om een betere verhouding van familiale en niet familiale

respondenten te bekomen en bovendien meerdere interviews binnen eenzelfde bedrijf af te nemen. De laatste beperking van dit onderzoek is de afwezigheid van jonge familiebedrijven. Slechts één van de zes bedrijven die als case zijn gebruikt voor dit onderzoek zit in de eerste generatie. Echter bestaat dit bedrijf ook al 35 jaar.

Tot slot wens ik de impact van COVID-19 te vermelden. Dit leidde onder andere tot het moeilijk verkrijgen van een groot aantal respondenten. Bovendien werd door de COVID-19 maatregelen een gedeelte van de interviews via Skype en telefoon afgenomen. Hierdoor ontstond er minder interactie en kwam er duidelijk minder rijke informatie naar boven.



Redenen voor een zero-leverage beleid bij private familiebedrijven in Vlaanderen: Een kwalitatieve studie

Dieter Kersten

KERNWOORDEN

ABSTRACT

Zero-leverage
Familiebedrijven
Private bedrijven
Vlaanderen
Kwalitatief onderzoek

Het doel van deze paper is om de redenen te achterhalen van private Vlaamse familiebedrijven voor het werken met een zero-leverage beleid. Daarnaast wordt er ook nagegaan wat volgens deze bedrijven de grootste voordelen en nadelen zijn van een beleid zonder schulden. Via case study onderzoek wordt het gebrek aan bestaande literatuur over dit onderwerp opgevuld. Uit de resultaten van het empirisch onderzoek blijkt dat een negatieve ervaring uit het verleden van de respondent, zoals financiële problemen, een vaak voorkomende reden is voor de keuze om zonder schulden te werken. Verder speelt ook de leeftijd van de zaakvoerder een cruciale rol in deze keuze. Volgens de respondenten zijn gemoedsrust en financiële flexibiliteit de grootste voordelen die vasthangen aan een zero-leverage beleid. Daartegenover staat echter wel dat de groei van het familiebedrijf wordt beperkt.

Inleiding:

Er zijn al talloze studies gedaan naar financieel conservatisme bij bedrijven, maar de meest extreme vorm waarbij een bedrijf geen enkele vorm van schulden aangaat, zero-leverage genoemd, is nog niet in al zijn aspecten onderzocht. In 2013 concludeerde Bessler et al. in hun studie een grote stijging in het aantal beursgenoteerde zero-leverage bedrijven in de 20 onderzochte landen. Ook in 2013 besloten Strebulaev en Yang dat bijna 10% van de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven geen schulden hebben. Bovendien werd deze zero debt policy sterk geassocieerd met familiebedrijven.

Uit deze studies blijkt dus dat het zero-leverage fenomeen gelinkt is aan familiebedrijven, echter weten we nog niet wat de redenen hiervoor zijn. Via deze kwalitatieve studie wordt er getracht deze leegte in de literatuur op te vullen. De onderzoeksvraag van dit artikel luidt: Redenen voor een zero-leverage beleid bij private familiebedrijven in Vlaanderen: Een kwalitatieve studie.

Er komt steeds meer literatuur over financieel conservatieve ondernemingen en zero-leverage bedrijven. Toch is er nog geen onderzoek gebeurd naar zero-leverage private familiebedrijven in Vlaanderen. Nochtans is dit zeer interessant om te weten omdat zowel het aantal private ondernemingen veel groter is dan hun beursgenoteerde tegenhangers, maar ook het aantal familiebedrijven overstijgt veruit het aantal niet-familiebedrijven. Dit bevestigt het onderzoek van Lambrecht en Molly (2011), waarin geconcludeerd wordt dat 77% van alle vennootschappen in België een familiebedrijf is en ze voor 45% van het totaal aantal werkplaatsen zorgen. Familiebedrijven zijn niet enkel in België van cruciaal economisch belang, ook wereldwijd spelen ze een grote economische rol.

Dit artikel biedt op verschillende vlakken een meerwaarde op de reeds bestaande literatuur. Om te beginnen handelt mijn studie over de meest extreme vorm van financieel conservatisme, namelijk zero-leverage. Daarnaast suggereren verschillende papers naar meer kwalitatief onderzoek over het zero-leverage fenomeen binnen familiebedrijven. Ook is er, in tegenstelling tot publieke ondernemingen, bijzonder weinig literatuur beschikbaar over het zero-leverage fenomeen bij private familiebedrijven (Carney et al. 2015). Tenslotte is er tot op heden bijna uitsluitend onderzoek gedaan naar redenen voor een zero-leverage beleid in de Verenigde Staten, terwijl deze studie zich toespitst op Vlaanderen. Dit leidt mogelijk tot andere conclusies omdat België een *civil law* systeem toepast en de Verenigde Staten gebruik maken van een *common law* systeem. Dit wordt in de literatuurstudie verder besproken.

Omwille van al deze redenen zal mijn onderzoek unieke inzichten bieden die van grote meerwaarde zullen zijn op de reeds bestaande literatuur.

Het is belangrijk om een duidelijke grens af te bakenen tussen familie- en niet-familiebedrijven. In dit onderzoek zal er worden gesproken over een familiebedrijf indien de meerderheid van de aandelen met stemrecht in handen is van één familie en het bedrijf zich positioneert als familiebedrijf.

Het doel van dit artikel is het achterhalen van de redenen bij Vlaamse private familiebedrijven bij hun keuze voor een zero-leverage beleid.

Literatuurstudie:

1) Kapitaalstructuur van familiebedrijven

Modigliani en Miller concludeerden in hun beroemde artikel van 1958 dat in een wereld zonder belastingen, de waarde van een bedrijf onafhankelijk is aan de gekozen schuldgraad. Dit komt erop neer dat er geen optimale kapitaalstructuur bestaat. Sinds de publicatie van dit artikel is er al heel veel verder onderzoek verricht naar de optimale kapitaalstructuur (Cronqvist, Makhija, & Yonker, 2012; Harris & Raviv, 1991). Al deze kapitaalstructuur theorieën trachten de optimale verhouding tussen vreemd- en eigen vermogen te verklaren. Graham stelt in zijn studie van 2000 dat de optimale schuldgraad van een onderneming voorgesteld wordt als een functie van factoren zoals belastingen, groei, de grootte van het bedrijf, investeringsopportunities en liquiditeit. Myers (2001) merkt op dat er, mits vele verschillende theorieën, nog steeds geen universele theorie bestaat over deze ideale verhouding in kapitaalstructuur. Vele onderzoekers, onder wie Graham en Harvey (2001), vragen zich dan ook af of bedrijven wel een optimale schuldratio hebben.

Hieronder worden de twee meest voorkomende kapitaalstructuur theorieën, alsook de *agency* theorie besproken. Elk van deze theorieën tracht de keuze voor een bepaalde kapitaalstructuur in een onderneming te verklaren (Brealey et al., 2017).

Een eerste theorie, geïnspireerd op de klassieke kapitaalstructuur theorie van Modigliani en Miller (1958), die de financieringsbeslissingen van ondernemingen tracht te verklaren, is de *trade-off* theorie. Het waren in 1963 opnieuw Modigliani en Miller die in hun tweede, verbeterde kapitaalstructuur theorie beweerden dat:

"Het verwachte rendement op eigen vermogen van een met schulden gefinancierde onderneming neemt evenredig toe met haar schuldgraad."

Dit komt erop neer dat de optimale kapitaalstructuur voor 100% uit vreemd vermogen bestaat (Brealey et al., 2017). Omdat dit in de praktijk onrealistisch is, verbeterde Miller in 1976 deze trade-off theorie. Hij besloot dat bedrijven een afweging moeten maken tussen enerzijds de voordelen van schuldfinanciering (belastingaftrek van interesten) en anderzijds de nadelen ervan (financiële moeilijkheden) om tot de optimale schuldratio te komen (Miller, 1976).

Myers en Majluf beschreven in 1984 een tweede kapitaalstructuur theorie: de *pecking order* theorie. Deze theorie verklaart de optimale kapitaalstructuur volgens een financiële hiërarchie. Nieuwe investeringen worden indien mogelijk eerst gefinancierd door interne fondsen van de onderneming. Wanneer deze te weinig liquide middelen ter beschikking heeft, wordt er beroep gedaan op schuldfinanciering. Pas in laatste instantie zal de onderneming gebruik maken van extern eigen vermogen. Bedrijven die hun investeringen financieren met interne fondsen kunnen zo ook een financiële speling bekomen (Myers & Majluf, 1984).

Het zero-leverage beleid van bedrijven kan deels door de twee bovenstaande theorieën worden verklaard. De link met de trade-off theorie is dat bedrijven door zero-leveraged te werken kosten vermijden in geval van financiële moeilijkheden of eventueel faillissement. Minder goed presterende bedrijven vrezen dat ze hun schuldeisers niet zullen kunnen terugbetalen en ervaren dat de kosten

van schuldfinanciering de voordelen ervan overtreffen. Als gevolg zullen ze bankfinanciering vermijden. Vanuit de pecking order theorie kan worden gesteld dat zero-leverage bedrijven vooral bedrijven zijn die hoge cashflows genereren en zo hun toekomstige investeringen kunnen financieren met interne fondsen. Hierdoor zal de vraag naar schuldfinanciering verkleinen (Bigelli et al., 2014; Dang, 2013).

Echter zijn bovenstaande verklaringen gebaseerd op zowel private als publieke bedrijven en houden ze geen rekening met de verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Maar zoals eerder in deze paper vermeld, spelen familiebedrijven een grote economische rol en zal er rekening moeten gehouden worden met deze verschillen. Dit kan bekomen worden aan de hand van de agency theorie.

De agency theory, ook gekend als het agent-principaal probleem, is een theorie die de relatie tussen de agent en de principaal tracht te verklaren. Een agency probleem ontstaat door de scheiding van eigendom en management (Jensen & Meckling, 1976). De meest voorkomende situatie is de relatie tussen een principaal en een agent, in de bedrijfswereld komt dit neer op de relatie tussen de aandeelhouder(s) en de manager(s). Het is de taak van de manager om te handelen in het belang van de aandeelhouders. Zowel de aandeelhouders als de managers zullen hun nut willen maximaliseren. Maar omdat de aandeelhouders bepaalde beslissingsbevoegdheden toekennen aan de managers, zullen deze niet altijd in het belang van de aandeelhouders handelen, maar eerder in hun eigenbelang (Jensen & Meckling, 1976). Dit leidt tot een agency kost. Dit agency probleem kan worden opgelost door controleactiviteiten uit te voeren, waardoor managers terug in het belang van de aandeelhouders zullen optreden. We denken hierbij aan een externe audit, interne controlesystemen, budgettaire beperkingen en het invoeren van een prestatiebeloningssysteem. Maar deze controlemechanismen zorgen op hun beurt ook weer voor extra agency kosten (Jensen & Meckling, 1976). Ook de uitkering van dividenden veroorzaakt vaak een agency probleem. Managers van bedrijven die dividenden uitkeren hebben namelijk minder middelen om te investeren, waardoor ook hun controle afneemt (Jensen & Meckling, 1976). Al deze agency kosten en conflicten kunnen verminderd worden door schulden aan te gaan. Schuldfinanciering zorgt er namelijk voor dat de beschikbare free cash flow voor aandeelhouders en het management daalt omdat de interesten van deze schulden eerst moeten worden terugbetaald (Jensen, 1986).

Familiebedrijven, waar zowel eigendom als management in handen is van dezelfde familie, ervaren dus minder agency kosten dan niet-familiebedrijven. Het gevolg hiervan is dat één van de voordelen van schuldfinanciering, met name het verminderen van agency kosten, wegvalt (Ampenberger et al., 2009). Aan de hand van de agency theorie kan er dus wel worden verklaard waarom familiebedrijven vaker een zero-leverage beleid hanteren dan niet-familiebedrijven. Maar de veronderstelling dat familiebedrijven geen enkele agency kosten ondervinden is echter niet terecht. Er is namelijk een hele literatuurstroom die aangeeft dat familiebedrijven wel degelijk agency kosten hebben (Anderson et al., 2003; Chrisman et al., 2004; Morck & Yeung, 2003; Blanco-Mazagatos et al., 2007). Ten eerste is een familie niet noodzakelijk een homogene groep met dezelfde doelen en visies, waardoor er partijen met verschillende belangen ontstaan (Sharma et al., 1997). Ten tweede leidt familiaal altruïsme, wat duidt op het gedrag van een familielid ten gunste van een ander, tot hoge agency kosten vanwege de grotere kans op *free riding* van familieleden (Chrisman et al., 2004). Ouders

zullen bijvoorbeeld goedhartig zijn voor hun kinderen, ook al doen ze aan free riding of missen ze de competenties en intenties om het bedrijf succesvol uit te bouwen (Schulze et al., 2001). Dit begunstigen van familieleden wordt nepotisme genoemd. Een ander voorbeeld van nepotisme is dat het veel moeilijker is om een niet productief familielid te ontslaan dan wanneer diezelfde persoon geen familie is, omdat dit ook voor familiale spanningen buiten de onderneming kan zorgen (Schulze et al., 2003). Andere vormen van nepotisme zijn onder andere het geven van hoge management functies aan niet competente familieleden en het voorrang geven aan familieleden bij het invullen van een vacature. Als gevolg hiervan lopen familiebedrijven vaak competente managers en werknemers mis (Schulze et al., 2001, 2003; Hendry, 2002). Al deze agency problemen kunnen leiden tot een daling van de economische prestaties en kunnen op lange termijn zelfs de continuïteit van het bedrijf in gevaar brengen (Chrisman et al., 2004). Maar zoals reeds aangehaald kunnen bovenstaande agency problemen vermeden worden door het invoeren van controlesystemen, zoals een sterk controlerende Raad van Bestuur, beloningssystemen en een eerlijk aanwervingsproces (Jensen & Meckling, 1976).

2) Het zero-leverage fenomeen

In de literatuur worden zero-leverage bedrijven omschreven als bedrijven die zowel op korte als op lange termijn geen schulden bezitten in een bepaald jaar, waarbij korte termijn duidt op een periode van minder dan één jaar (Dang, 2009). Zero-leverage is de meest extreme vorm van financieel conservatisme. Bedrijven die een financieel conservatief beleid toepassen, werken met low-leverage, d.w.z. minder schulden dan verwacht aan de hand van de standaard kapitaalstructuur theorieën, en houden hoge cashposities aan (Bigelli et al., 2014).

Uit verschillende internationale onderzoeken (Bessler et al., 2013; El Ghouli et al., 2017) blijkt dat het aantal bedrijven dat een zero-leverage beleid toepast sinds 1990 meer dan verdubbeld is. Dit is opvallend want werken met schulden brengt verschillende voordelen met zich mee. Door het aangaan van schulden kunnen bedrijven namelijk hun ondernemingswaarde verhogen in de vorm van belastingvoordelen (Strebulaev & Yang, 2013). Een tweede voordeel van schuldfinanciering is volgens Jensen (1986) een lagere agency kost. Het bedrijf is namelijk verplicht om interesten aan haar schuldeisers te betalen en dus is er minder geld beschikbaar voor de managers om hun eigenbelangen na te jagen. Ondanks deze voordelen concludeert de studie van Graham (2000) dat bedrijven over minder schulden beschikken dan verwacht.

De voornaamste oorzaak voor deze enorme toename van zero-leverage bedrijven is volgens Bessler et al. (2013) de wereldwijde daling van de bedrijfsbelasting. Wanneer de bedrijfsbelasting hoog ligt, zullen bedrijven er namelijk alles aan doen om hun winsten zo laag mogelijk te houden, waardoor er minder belasting moet betaald worden. Dit doen ze onder andere door leningen aan te gaan zodat ze fiscale voordelen verkrijgen en zo hun winst lager komt te liggen en er dus minder belastingen verschuldigd zijn. Maar wanneer deze bedrijfsbelasting laag is hebben ondernemingen niet de noodzaak om hun winst te verlagen en zullen ze dus veel minder of, in geval van zero-leverage bedrijven, zelfs geen beroep doen op schuldfinanciering. Andere oorzaken die zorgen voor een

oplopend aantal zero-leverage bedrijven zijn een stijgend activa risico en een enorme toename aan nieuwe bedrijven de afgelopen decennia (Bessler et al., 2013).

Wat opvalt in de studie van Bessler et al. (2013) is dat landen met een *common law* systeem en een sterke bescherming van schuldeisers het hoogste percentage zero-leverage bedrijven bevatten. Common law landen zoals de Verenigde Staten van Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Canada baseren hun wetgeving op het gewoonterecht. Landen zoals België, Frankrijk en Duitsland leggen hun wetten vast in wetboeken, dit wordt een *civil law* systeem genoemd. De achterliggende reden voor dit verschil is dat het common law systeem meer bescherming biedt aan externe aandeelhouders waardoor er meer gefinancierd wordt met eigen vermogen en minder met schulden (Bessler et al., 2013).

Bessler et al. (2013) concludeerden dat de motieven van bedrijven om zonder enige vorm van schulden te werken, opgedeeld kunnen worden in twee categorieën: de aanbodfactoren en de vraagfactoren. Aanbodfactoren zijn redenen die voortvloeien uit de aanbodzijde van de schuldfinancieringsmarkt, met name de financiële instellingen. Deze instellingen geven niet zomaar elke onderneming een financiering. Banken geven bijvoorbeeld liever geen financiering aan jonge, kleine bedrijven omdat hun prestaties vaak nog niet optimaal zijn. Er kan bijvoorbeeld ook een onderpand worden geëist door de bank in ruil voor een krediet. Al deze belemmeringen verplichten bedrijven grotendeels om zero-leveraged te werken (Bessler et al., 2013; Strebulaev & Yang, 2013). Bedrijven die geen schulden aangaan omwille van deze aanbodfactoren worden de *constrained* zero-leverage bedrijven, of de financieel beperkte bedrijven genoemd. Het merendeel van de zero-leverage bedrijven valt onder deze aanbodfactoren en heeft dus geen toegang tot schuldfinanciering (Bessler et al., 2013; Strebulaev & Yang, 2013). Vraagfactoren ontstaan uit de vraagzijde van de schuldfinancieringsmarkt, met name de zero-leverage bedrijven zelf. Deze bedrijven kiezen bewust voor een zero-leverage beleid omwille van diverse redenen. Dit worden de *unconstrained* zero-leverage bedrijven, of de financieel onbeperkte bedrijven genoemd. Deze bedrijven zijn groter, ouder en winstgevender dan de financieel beperkte bedrijven maar vormen slechts een klein deel van de zero-leverage bedrijven (Bessler et al., 2013). Het grootste deel van deze financieel onbeperkte bedrijven jaagt financiële flexibiliteit na door een korte tijd zero-leveraged te werken (Bessler et al., 2013). Financiële flexibiliteit verwijst naar het vermogen van een onderneming om op een tijdige en waarde maximaliserende manier te reageren op onverwachte veranderingen in hun cashflow of investeringsmogelijkheden (Bessler et al., 2013). Wanneer er zich winstgevende investeringskansen voordoen zien ze af van hun zero-leverage beleid. In tegenstelling tot de financieel beperkte bedrijven, die verplicht zijn hun zero-leverage beleid aan te houden, doen ze grotere investeringen en houden ze minder cash aan (Bessler et al., 2013).

Echter zijn bovenstaande studies zowel van toepassing op familiaal als op niet familiaal gecontroleerde zero-leverage bedrijven. Vermits mijn onderzoek zich toespitst op familiebedrijven zal nu het zero-leverage fenomeen binnen deze context worden toegelicht.

Strebulaev en Yang concludeerden in 2013 dat familiebedrijven vaker zero-leveraged zijn en dus vaker geen schuldfinanciering bezitten in vergelijking met de niet-familiaal gecontroleerde bedrijven. Dit kan op een aantal manieren verklaard worden. Een eerste mogelijke oorzaak is de aanwezigheid

van socioemotional wealth (SEW) binnen familiebedrijven. De SEW-theorie stelt dat familiebedrijven naast het maximaliseren van de bedrijfswaarde ook familiale doelen hebben, en dat deze niet altijd overeenstemmen (Bertrand & Schoar, 2006; González et al., 2012). Volgens de SEW-theorie zullen familieleden tijdens het nemen van beslissingen niet enkel rekening houden met de economische gevolgen, maar ook met de SEW-gevolgen. Wanneer een bepaalde actie leidt tot een SEW-daling, wordt er door de familie vaak geopteerd voor een economisch minder interessante beslissing die niet tot een daling van de SEW leidt (Berrone et al., 2012; Naldi et al., 2013). Eén van deze familiale doelen is het hebben van een transgenerationale visie, dit is de wens om het bedrijf over te dragen aan de volgende generatie (Berrone et al., 2012). Volgens Zellweger (2007) is deze overdracht het hoofddoel van een familiebedrijf. Deze wens voor een lange termijn bestaan, zorgt ervoor dat familiebedrijven minder geneigd om schuldfinanciering aan te gaan (Strebulaev & Yang, 2013). De kosten van schuldfinanciering, onder andere de kost verbonden aan financiële moeilijkheden en een verhoogd faillissementsrisico kunnen namelijk de familiale overdracht in gevaar brengen (Bigelli et al., 2014; Dang, 2013). Een ander belangrijk familiaal doel is de drang om familiale controle en invloed te behouden (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Volgens Pindado en Requejo (2015) ervaart de familie bij het aangaan van bankschulden een daling in controle omdat banken een controlerende rol hebben. Dit controleverlies is een groot struikelblok voor familiebedrijven en daarom vermijden ze bankfinanciering. Echter, indien een familiebedrijf financiële problemen ondervindt en het bedrijf de vooropgestelde doelen niet zal behalen, komen de economische doelen en de familiale doelen wel overeen. In deze situatie zijn familiebedrijven wel bereid om financiële schulden aan te gaan ondanks het controleverlies, als dit resulteert in het vermijden van een faillissement en het de overdrachtswens niet in gevaar brengt (Chrisman & Patel, 2012). Familiebedrijven geven de voorkeur aan bankfinanciering in plaats van aan extern eigen vermogen omdat banken een controlerende rol hebben, terwijl bij extern eigen vermogen het familiebedrijf effectief controle- en invloedverlies ervaart (Messiaen, 2019).

Een tweede mogelijke oorzaak waarom familiebedrijven vaker zero-leveraged zijn dan niet familiaal gecontroleerde bedrijven is omdat ze beschikken over geduldig kapitaal, ook wel *patient capital* genoemd. Dit geduldig kapitaal vormt samen met het sociaal kapitaal en het menselijk kapitaal de unieke bronnen waarover familiebedrijven beschikken en waardoor ze zich onderscheiden van niet familiaal gecontroleerde bedrijven (Sirmon & Hitt, 2003). Het patient capital duidt op de lange termijn visie van de aandeelhouders (Zellweger, 2007). Omwille van deze langere tijdshorizon ervaren familiebedrijven een lagere kost van eigen vermogen dan niet-familiebedrijven (Zellweger, 2007). Wanneer de familie zeer hecht en toegewijd is, wordt dit familie-effect nog versterkt, waardoor de kost van eigen vermogen goedkoper wordt. Als gevolg hiervan kan het voordeel van schuldfinanciering, met name dat de kost van vreemd vermogen goedkoper is dan die van eigen vermogen, afnemen. Familiebedrijven met een sterk familie-effect ervaren hierdoor dat de kosten van schulden de voordelen overtreffen (de Visscher et al., 2011). Indien mogelijk zullen nieuwe investeringen dus eerst gefinancierd worden door interne fondsen van het familiebedrijf waardoor er weinig of geen schuldfinanciering nodig is (Myers & Majluf, 1984).

Een laatste oorzaak kan worden gevonden binnen de agency theorie. Zoals reeds aangehaald bij de uiteenzetting van de kapitaalstructuur van familiebedrijven ontstaat er een agency probleem door de scheiding van eigendom en management (Jensen & Meckling, 1976). Wanneer beide partijen hun

eigen nut willen maximaliseren bestaat er een kans dat de manager zal handelen in eigenbelang in plaats van in belang van de aandeelhouder, wat leidt tot een agency kost (Jensen & Meckling, 1976). Door schulden aan te gaan kunnen deze agency kosten verminderd worden. Er zal namelijk minder cash beschikbaar zijn voor het management en de aandeelhouders omdat de interesten op deze schulden eerst moeten worden terugbetaald aan de schuldeiser(s) (Jensen, 1986). Omdat in familiebedrijven de aandeelhouders vaak familie zijn, vallen eigendom en management in dezelfde handen, waardoor deze bedrijven een lagere agency kost ervaren (Ali et al., 2007). Zo valt één van de voordelen van schuldfinanciering, namelijk het verminderen van agency kosten, weg en is er voor familiebedrijven minder nood om schulden aan te gaan (Ampenberger et al., 2009).

Over de gevolgen van een zero-leverage beleid binnen private familiebedrijven is er tot nog toe geen literatuur te vinden. Literatuur die handelt over de gevolgen van publieke, niet familiaal gecontroleerde zero-leverage bedrijven is wel te vinden, maar is schaars. Een kort overzicht van de gevolgen binnen dit soort bedrijven wordt hieronder besproken.

Lee en Moon (2011) concluderen in hun studie dat de beurskoers van zero-leverage bedrijven op lange termijn de markt *outperforms*. De oorzaak hiervan ligt in hun *risk adjusted* gedrag. Zero-leverage bedrijven zijn namelijk conservatiever, gedisciplineerder en voorzichtiger in het maken van beslissingen (Lee & Moon, 2011). Dit risk adjusted gedrag zou mogelijk ook een verklaring kunnen zijn van de conclusie uit de studie van Ramalho et al. (2018). Uit dit onderzoek blijkt namelijk dat zero-leverage bedrijven kleiner en ouder zijn dan de overeenkomstige *levered* bedrijven (Ramalho et al., 2018). Het onderzoek van Huang et al. (2015) verklaart dat de efficiëntie van de investeringen in zero-leverage bedrijven lager ligt dan bij bedrijven die wel met schulden worden gefinancierd. Ook deze link kan gedeeltelijk worden verklaard door het risk adjusted gedrag van zero-leverage bedrijven. Byoun en Xu stellen in hun studie uit 2013 vast dat schuldenvrije ondernemingen meer dividenden betalen dan ondernemingen die aan schuldfinanciering doen. Door het uitkeren van zulke hoge dividenden lokken ze aandeelhouders en behouden ze zo de mogelijkheid om eigen vermogen aan te trekken tegen gunstige voorwaarden. Dit is van cruciaal belang voor groeiende zero-leverage bedrijven omdat ze meestal geen toegang hebben tot andere vormen van financiering (Byoun & Xu, 2013). Echter kan er worden afgevraagd of het uitkeren van rijkelijke dividenden in lijn ligt met het risk adjusted gedrag dat Lee en Moon (2011) aanhalen.

Methodologie

Omdat de redenen van Vlaamse private familiebedrijven om te werken met een zero-leverage beleid onbekend terrein zijn, zal er in deze masterproef gebruik worden gemaakt van *theory building from case studies*. Deze methode is het meest geschikt omdat het niet berust op gekende literatuur en omdat het onderwerp zich in een vroeg onderzoek stadium bevindt (Eisenhardt, 1989). Eisenhardt en Graebner (2007) beschreven theorievorming vanuit case study onderzoek als volgt:

"Building theory from case studies is a research strategy that involves using one or more cases to create theoretical constructs, propositions and/or midrange theory from case-based, empirical evidence" (p.25).

Het kwalitatief onderzoek zal gebeuren aan de hand van verklarende case studies, om zo de *black box* voor de keuze van een zero-leverage beleid trachten te openen. In 2007 beschreven Eisenhardt en Graebner een *case study* als volgt:

"Rich, empirical descriptions of particular instances of a phenomenon that are typically based on a variety of data sources" (p.25).

Een case study onderzoek is relevant omdat deze methode toelaat het onderzochte fenomeen waar te nemen vanuit verschillende perspectieven. Case studies worden ook gebruikt om nieuwe theorieën te ontwikkelen of bestaande theorieën uit te breiden (De Massis & Kotlar, 2014). Er kan bij een case study echter niet gegeneraliseerd worden naar de volledige populatie. Wel kan er een generalisatie gemaakt worden naar vergelijkbare situaties (De Massis & Kotlar, 2014; Baarda et al., 2013).

In deze masterproef wordt een *grounded theory* toegepast. Deze interpretatieve stroming wordt ondersteund door inductief onderzoek (De Massis & Kotlar, 2014). Deze theorie wordt omschreven als een algehele methode voor het systematisch verzamelen, analyseren en vergelijken van gegevens (Suddaby, 2006; Eisenhardt, 1989) en gaat ervan uit dat bewijs wordt gevormd in het hoofd van de onderzoeker (Stake, 1995, 2005). Inductief onderzoek duidt op het ontwikkelen van een theorie op basis van door waarnemingen verzamelde gegevens (Verhoeven, 2007). Deze theorie zal helpen met het vinden van inzichten waarom private Vlaamse familiebedrijven kiezen voor een zero-leverage beleid.

Er is geopteerd voor een *multiple case study* methode omdat deze meestal een sterkere basis voor theorievorming biedt dan een *single case study*. Elke case wordt als een afzonderlijk experiment beschouwd en geeft de reële context weer waarin het fenomeen voorkomt (Eisenhardt & Graebner, 2007). De cases worden vergeleken met elkaar en achteraf kan worden vastgesteld of een resultaat specifiek is voor één bepaalde case of consistent is over meerdere cases heen (De Massis & Kotlar, 2014; Eisenhardt & Graebner, 2007).

1) Cases voor deze studie

Er zullen interviews worden afgenomen tot er sprake is van saturatie, met een maximum van tien interviews. Om als case te kunnen dienen in deze paper moeten de bedrijven voldoen aan vier criteria. Ten eerste moet het gaan over een familiebedrijf. Zoals in de inleiding vermeld is dat in dit onderzoek het geval wanneer de meerderheid van de aandelen met stemrecht in handen is van één familie en het bedrijf zich positioneert als familiebedrijf. Ten tweede passen de bedrijven een zero-leverage beleid toe, of hebben ze dit in het verleden toegepast. Ten derde moet het gaan over een privaat bedrijf. Tenslotte is het bedrijf gelegen in Vlaanderen.

Voor het zoeken naar geschikte cases doe ik beroep op een lijst met Vlaamse familiebedrijven bedrijven die momenteel of in het verleden zero-leverage werk(t)en. Hieruit worden de geschikte cases gecontacteerd.

De geselecteerde ondernemingen werden telefonisch gecontacteerd. Na een korte beschrijving van mijn onderzoek kwam de vraag of het bedrijf, volledig anoniem, wenst mee te werken. Vier van de zeven afgenomen interviews werden op het desbetreffende bedrijfsterrein afgenomen, één werd via Skype en twee interviews werden telefonisch afgenomen. Dit kwam door de maatregelen die werden genomen om de verspreiding van COVID-19 tegen te gaan.

Tabel 1 geeft een korte beschrijving van de gekozen cases. Deze beschrijving houdt rekening met de anonimiteit en vertrouwelijkheid van de deelnemende bedrijven.

Tabel 1

Overzicht geselecteerde cases

<u>Case</u>	<u>Provincie</u>	<u>Sector</u>	<u>Generatie</u>	<u>Aantal werknemers</u>	<u>Omzet</u>
A	Limburg	Beton	2 ^{de}	30	€1.800.000
B	Limburg	Bouw	2 ^{de}	120	€17.000.000
C	Vlaams-Brabant	Metaal	1 ^{ste}	50	€3.000.000
D	West-Vlaanderen	Groothandel in ijzerwaren	2 ^{de}	9	€10.000.000
E	Oost-Vlaanderen	Recyclage	4 ^{de}	13	€1.000.000
F	Oost-Vlaanderen	Onderhoud en reparatie van motorvoertuigen	3 ^{de}	14	€1.000.000

2) Data verzameling

Voor de dataverzameling werd er gebruik gemaakt van *kwalitatieve diepte-interviews*. Volgens De Massis (2014) zijn interviews vaak de voornaamste gegevensbronnen in een case study. Met behulp van interviews kan je op een efficiënte manier rijke en empirische informatie verzamelen, vooral bij fenomenen waar nog maar weinig onderzoek naar gedaan is (Eisenhardt & Graebner, 2007; De Massis, 2014). De diepte-interviews waren semi-gestructureerd. Dit wil zeggen dat zowel de onderwerpen als de hoofdvragen vastliggen, maar doorvragen of afwijken van het interviewprotocol toegestaan is (Baarda et al., 2013; Eisenhardt, 1989). Op deze manier kan de interviewer inspelen op de verkregen antwoorden en sturen naar een zo volledig mogelijk antwoord (Eisenhardt, 1989). De interviews werden telkens afgenomen bij de zaakvoerder en/of een ander lid van het topmanagement. Er werden in totaal zes bedrijven bevroegd. Bij één bedrijf werden er twee interviews afgenomen en bij de overige vijf telkens één interview. De duurtijd van de interviews bedroeg tussen de 30 en 60 minuten. In totaal werden er dus zeven interviews afgenomen die handmatig getranscribeerd werden. In *tabel 2* wordt een overzicht gegeven van de geïnterviewde respondenten.

Tabel 2

Overzicht data-verzameling per case

Geselecteerde cases	Geïnterviewde respondenten
Case A	A1: Familiale zaakvoerder
Case B	B1: Familiaal gedelegeerd bestuurder B2: Niet-familiale CEO
Case C	C1: Familiale zaakvoerder
Case D	D1: Familiale zaakvoerder
Case E	E1: Familiale zaakvoerder
Case F	F1: Familiale zaakvoerder

3) Data-analyse

Voor de data-analyse werd er gebruik gemaakt van *cross-case comparison*. Bij dit soort vergelijking worden de cases in paren opgedeeld. Hierna selecteert de auteur categorieën en aan de hand daarvan worden de verschillen en overeenkomsten binnen de paren zichtbaar. Vervolgens worden er gelijkenissen en verschillen gezocht over de verschillende paren heen. Omdat de gegevens geanalyseerd worden vanuit meerdere perspectieven wordt de auteur gedwongen verder te kijken dan de eerste indrukken (Eisenhardt, 1989). Nadat de eerste twee interviews afgenomen waren is de auteur begonnen met de cross-casevergelijking.

Nadat alle interviews afgenomen waren, werd er overgegaan tot het codeerproces. De gegevensreductie (*data reduction*) was de eerste stap in dit proces. Volgens De Massis (2014) omvat dit het selecteren van de meest relevante informatie zodat de analyse van de case study makkelijker

verloopt. Er moet vooral nagedacht worden welke gegevens het best een antwoord bieden op de onderzoeksvraag (De Massis, 2014).

Stap twee in het codeerproces was de gegevensweergave (*data display*). Deze stap heeft als doel de informatie toegankelijker te maken zodat de identificatie van thema's vergemakkelijkt wordt. De auteur deed dit door het markeren van stukken tekst die iets gemeenschappelijks hadden. Dit proces wordt gegevenscodering genoemd (De Massis, 2014).

In de derde stap, met name gegevenscategorisering (*data categorisation*), werden verschillende categorieën van informatie onderscheiden en gegroepeerd. Het doel hiervan is om gelijkenissen en verschillen duidelijk te maken (De Massis, 2014), wat al eerder werd aangehaald in deze paragraaf bij cross-case comparison.

Tot slot werd er in de laatste stap data contextualisation toegepast. Hierbij worden verbanden geïdentificeerd (De Massis, 2014).

4) Omsluiten van literatuur

Eisenhardt zegt in haar studie van 1989 dat een vergelijking van de opkomende theorie (*emergent theory*) met de reeds bestaande literatuur een essentieel kenmerk is van theorievorming. In dit onderzoek werd eerst literatuur geraadpleegd over het zero-leverage beleid van familiebedrijven. Wanneer deze literatuur in strijd is met de emergent theory, geeft de conclusie een beter inzicht in zowel de bestaande als de opkomende theorie. Echter is literatuur die gelijkaardige resultaten bespreekt ook belangrijk omdat dit meestal leidt tot een onderzoek met hogere validiteit (Eisenhardt, 1989). Ook stelt Eisenhardt (1989) dat het koppelen van de opkomende theorie aan de bestaande literatuur ervoor zorgt dat de theorievorming uit case study onderzoek makkelijker gegeneraliseerd kan worden.

De volgende sectie zal de redenen verklaren voor private Vlaamse familiebedrijven voor het toepassen van een zero-leverage beleid. Deze bevindingen zullen worden gecategoriseerd per thema en worden geïllustreerd aan de hand van uitspraken door de geïnterviewde personen.

Verklaringen

Van de zes geïnterviewde familiebedrijven hebben er drie in het verleden met schuldfinanciering gewerkt, de overige drie opereren sinds hun bestaan zonder enige vorm van schulden. Op het moment van de interviews werkten wel alle zes organisaties zonder schuldfinanciering.

De onderzoeksvraag van dit wetenschappelijk artikel is: "Wat zijn de redenen voor het toepassen van een zero-leverage beleid bij private Vlaamse familiebedrijven?" In de volgende secties zijn de belangrijkste bevindingen beschreven.

1) De hoofdredenen van een zero-leverage beleid

Om te beginnen viel het op dat het toepassen van een beleid zonder schulden bij alle respondenten een bewuste keuze was en dus niet omdat ze elders geen financiering kunnen verkrijgen.

Voor drie van de zeven respondenten (A1, B1, C1) is een negatieve ervaring uit het verleden de aanzet geweest voor het werken met een beleid zonder schulden. De data die deze bevinding ondersteunt kan in *tabel 3* worden teruggevonden.

Respondenten A1 en C1 geven daarbovenop nog een andere reden. Volgens hen wordt de afkeer van schulden groter naarmate je ouder wordt.

Er worden door respondent A1 echter nog twee andere redenen gegeven voor het toepassen van een zero-leverage beleid. Ten eerste wil hij voorkomen dat de toekomstige overnemer belast wordt met de door hem aangegane schulden.

"Als ik een opvolger had in de familie dan zou ik misschien wel het risico nemen om een bedrijfje zoals dit in Wallonië te beginnen. Ik zie daar wel mogelijkheden, maar zolang je niet zeker bent twijfel je toch. Ik betaal liever die schuld zelf af dan dat de volgende in de rij dit moet doen."

Ten tweede merkt respondent A1 op dat de keuze voor een beleid zonder schulden, voor een groot deel afhankelijk is van de sector waarin je actief bent.

"Wij zitten in de bouwsector, deze is altijd conservatief geweest. Bovendien is deze sector zeer afhankelijk van zowel de conjunctuur, het weer maar ook de wetgeving. Als morgen een minister beslist dat de BTW op nieuwbouw 6% wordt in plaats van 21%, scheelt dat voor ons enorm veel. Wij hebben hier geen enkele invloed op en als je u dan vastlegt op 10, 15 of 20 jaar en je machines staan hier niks te doen, dan heb je miserie. (...) Zit je daarentegen in de biotechnologie of de fintech, is dat een heel ander verhaal. Daar is het de norm om veel te lenen, je bent verplicht want je verbrandt cash tegen 200 kilometer per uur."

Case F heeft bij opstart gewerkt met schulden om zo snel mogelijk op eigen benen te kunnen staan en rendabel te worden. Toen dit het geval was heeft de onderneming nooit meer met schuldfinanciering gewerkt. Respondent F verduidelijkt;

"Op het begin hebben we veel met schulden gewerkt om zo snel mogelijk rendabel te worden en op eigen benen te kunnen staan. Eens dit het geval was, zijn we nooit geen schuldfinanciering meer aangegaan. Wanneer er zich een mooie opportuniteit voordoet zullen we zeker en vast overwegen om schulden aan te gaan, maar tot dan blijven we schuldenvrij."

Tenslotte haalt respondent D1 nog een andere reden aan voor de keuze voor een zero-leverage beleid. Het leverancierskrediet financiert voor het grootste deel de te financieren kosten van het familiebedrijf, waardoor een lening bij de bank niet noodzakelijk is.

"Hetgeen wij moeten financieren is enerzijds onze voorraad en anderzijds het klantenkrediet dat wij geven. Maar daartegen staat ons leverancierskrediet. Onze twee grootste leveranciers bedragen ongeveer 60% tot 70% van onze inkopen. Van hen krijgen we betalingsuitstel van 90 dagen tot 120 dagen. Het grootste stuk van onze financieringsbehoeftes wordt gedragen door de leveranciers en dus hoeven we geen lening bij een bank aan te gaan."

Tabel 3

Hoofdredeenen voor het werken met een beleid zonder schulden

Hoofdredeenen	Case	Quotes
Een (negatieve) ervaring uit het verleden	A	"De vorige generatie is altijd heel voorzichtig geweest. Wij hebben dit met de paplepel mee gekregen. Mijn vrouw zegt nu nog steeds; als je het u niet kunt permitteren, moet je het niet kopen." (A1)
	B	"Bij de opstart in 1979 heeft mijn vader, en bij uitbreiding onze hele familie, een moeilijke periode gekend. Voor de bouw van de eerste productie site werd er een lening, met toen nog hoge interesten, aangegaan. Dit heeft tot heel wat slapeloze nachten geleid." (B1)
	C	"Mijn vader had vroeger ook een klein familiebedrijf. Maar door het faillissement van zijn twee grootste klanten heeft hij veel geld verloren. Ons gezin kreeg zware financiële problemen en we hebben lang zwarte sneeuw gezien. (...) Mijn vader werkte een heel jaar hard en op het einde van het jaar gaf hij alles wat hij verdiend had gewoon aan de bank. Ik heb toen gezegd; zo wil ik het niet doen en ik ga het zeker mijn kinderen niet aandoen." (C1)
Leeftijd	A	"Je bent ook extra voorzichtig omdat het je eigen geld is, je gaat <i>overthinken</i> . De afkeer voor schulden neemt toe naarmate je ouder wordt. Ik denk altijd; waarom nu nog iets riskeren, ik heb genoeg." (A1)
	C	"Werken zonder schulden geeft me een gerust gevoel. Dit gevoel had ik vroeger al, maar naarmate ik ouder word, neemt dit toe. Als ik nu op mijn leeftijd, na een hele carrière van hard werken, nog moet denken van oei hoe ga ik die en die betalen... Dat zou een nachtmerrie zijn voor mij." (C1)

2) De grootste voordelen van een zero-leverage beleid

De twee grootste voordelen voor familiebedrijven om te werken met een beleid zonder schulden is enerzijds het hebben van een gerust gevoel. Anderzijds wordt het makkelijk toegang krijgen tot financiering, wanneer er zich uitzonderlijk toch een niet te missen opportuniteit voordoet, aangehaald.

Cases A, B, C en D vermelden allemaal de gemoedsrust. Het zorgt voor een goede nachtrust en biedt meer zekerheid wanneer de marktomstandigheden slecht zijn. Zie *tabel 4* ter ondersteuning van deze bevindingen.

Maar liefst vijf respondenten (A1, B2, D1, E1, F1) vinden het een groot voordeel om, wanneer er zich uitzonderlijk toch een niet te missen opportuniteit voordoet, makkelijk financiering te krijgen. In *tabel 4* wordt deze conclusie ondersteund door enkele quotes.

Tabel 4

De grootste voordelen van een zero-leverage beleid

Voordelen	Case	Quotes
Makkelijk krijgen van financiering	A	"Als er zich een opportuniteit voordoet, heb je de vrijheid om wel naar een bank te stappen. Ze gaan tegen ons nooit zeggen; nee jullie krijgen geen lening want jullie zitten al te zwaar in de schulden. Dus je hebt een zekere vrijheid, dat vind ik wel belangrijk." (A1)
	B	"Uw positie is wel sterk. Stel dat je vandaag of morgen toch zegt; ik wil een grote overname doen en je kan aantonen dat je al jaren zelf bedruipend bent, dan gaat de bank je graag een lening geven omdat je bewezen hebt dat je het bedrijf beheert als een goede huisvader. Je hebt dan een zeer sterke positie ten opzichte van een bedrijf dat wat meer risico heeft genomen maar wel meer schulden heeft." (B2)
	D	"We hebben nog steeds goede contacten met de banken. Moest er ooit voor één of andere reden, bijvoorbeeld het coronavirus, nood zijn voor een lening van een half of één miljoen euro te nemen gedurende een beperkte periode, dan kan ik naar vier banken bellen die mij dat direct gaan geven." (D1)
	E	"Het grote voordeel van een beleid zonder schulden is dat je makkelijk kredieten krijgt met een mooie balans." (E1)
	F	"Wanneer er zich een mooie opportuniteit aanbiedt, zullen we zeker overwegen om schulden aan te gaan. Het krijgen van die lening zal ook zeer vlot gaan omdat we al jaren een zeer gezonde balans hebben. We kunnen dus snel inspelen op opportuniteiten." (F1)
	Gemoedsrust	A
B		"Het gerust gemoed is het enige voordeel denk ik. (...) Stel dat de hele markt in elkaar klapt, door het coronavirus of God weet wat, en de hele economie komt plat te liggen dan zullen wij geen honger hebben. Onze omzet zal natuurlijk wel dalen maar we hebben geen financieringen die we moeten blijven terugbetalen. We kunnen wat dat betreft niet omvallen door onze goede buffer." (B1)

Tabel 4 (vervolg)

-
- | | |
|---|--|
| B | "Als je veel lening lasten hebt ga je op een bepaald moment werk moeten aannemen om uw mensen aan het werk te houden en omdat er genoeg moet binnen komen. Dat is ook hier een druk die je niet hebt en die je dus ook niet aan je mensen moet opleggen. Dat is dan weer dat gerust gevoel." (B2) |
| C | "Het geeft je geen ongerust gevoel. Je moet niet de hele tijd denken van oei stel u voor dat je wat tegenslag krijgt. De kans is niet zo heel groot, maar ik heb het wel al meegemaakt dat er een klant failliet gaat. Het geld komt dus niet binnen en als je dan ondertussen financieel zwak staat en je moet blijven je leningen betalen dan kom je in zwaar vaarwater terecht." (C1) |
| D | "Deze financiële onafhankelijkheid is een groot voordeel wanneer de markt niet goed draait. Je zit een heel stuk comfortabeler dan wanneer je al krap zou zitten bij de bank." (D1) |
-

3) De grootste nadelen van een zero-leverage beleid

Drie respondenten (A1, B1, C1) zijn het eens dat beperkte groei het grootste nadeel is van het werken met een beleid zonder schulden (Zie *tabel 5* ter ondersteuning).

Respondent E1 haalt echter een ander nadeel aan.

"Het enige nadeel dat ik kan bedenken is het niet hebben van een aftrekpost, zoals aftrekbare interesten op een lening."

Cases D en F hebben een andere visie, volgens hen zijn er geen nadelen verbonden aan het zero-leverage beleid van hun familiebedrijf.

Tabel 5

De grootste nadelen van een zero-leverage beleid

Nadelen	Case	Quotes
Beperkte groei	A	"Je groeit te langzaam of zelfs niet. Je blijft dus te klein en leeft van de kruimels die anderen van de tafel vegen. Door het te klein blijven kan je heel moeilijk onderhandelen met leveranciers want je hebt geen macht. Bovendien ben je afhankelijk van enkele grotere klanten, wanneer deze wegvallen krijg je het zeer moeilijk." (A1)
	B	"Het nadeel is dat het je groei wat beperkt. Volgens de academische theorie zou 1/3 eigen vermogen, 1/3 vreemd vermogen en 1/3 openstaand saldo moeten zijn. Als wij aan deze ratio zouden werken, zouden we veel groter zijn geweest en veel meer overnames hebben gedaan." (B1)

Tabel 5 (vervolg)

C	"Ik zie daar eigenlijk weinig nadelen aan. Het enige nadeel is dat wanneer er nog meer opportuniteiten zouden zijn en we nog meer moeten groeien dan nu het geval is, het zonde zou zijn om te lang af te wachten en deze kansen te laten schieten. Het beperkt dus onze groeimogelijkheden. Maar Ik heb geen ambitie meer om nog veel te groeien." (C1)
---	--

4) Prestaties van het bedrijf indien het wel zou werken met schuldfinanciering

De meningen hieromtrent zijn verdeeld. Volgens respondenten A1 en B1 zou hun bedrijf groter zijn en/of beter presteren dan dat nu het geval is. Maar respondent B2 maakt een belangrijke kanttekening.

"Het aangaan van schulden sluit niet aan met het DNA van ons bedrijf. Het zou een heel ander bedrijf zijn. Onze huisstijl is dat we voorzichtig en gestaag willen groeien, dat staat er haaks tegenop. (...) Bovendien zouden we door overnames waarschijnlijk meer omzet draaien, maar onderaan de streep zou het resultaat slechter zijn dan dat nu het geval is."

Respondenten C1 en D1 zijn van mening dat hun familiebedrijf zeker niet beter zou presteren indien het schulden aangaat. Het wordt moeilijker om controle te behouden, waardoor de prestaties zullen verslechteren. Zie *tabel 6* voor staving van voorgaande conclusies.

Volgens respondent F zou er weinig marge overblijven indien ze zouden werken met schulden.

"In ons bedrijf verkopen we dure producten waar de winstmarges relatief laag liggen. Wanneer we ons in de schulden zouden steken, zou bijna alle winst naar de banken gaan. We zien dat bij onze concullega's die wel met schulden werken, zij zitten met financiële problemen."

Tabel 6

Prestaties van het bedrijf indien het wel zou werken met schuldfinanciering

Prestaties	Case	Quotes
Groter en beter	A	"We zouden groter zijn en zouden waarschijnlijk meer overnames hebben gedaan. Maar dat kan je natuurlijk pas achteraf zeggen. Als je één jaar voor de bankencrisis leende, dan was je ten dode opgeschreven." (A1)
	B	"Ik denk dat we zeker beter zouden presteren door de creatie van financiële hefboomen." (B1)

Tabel 6 (vervolg)

Afname prestaties door
controleverlies

C

“Stel u voor dat ik meer schulden zou maken. Dat zou moeten dienen om groter te worden. Groter worden wilt zeggen dat je meer werk moet verzetten en hiervoor heb je meer personeel nodig. Je organisatie wordt groter en je moet alles echt goed onder controle kunnen houden. Het is nu al een hele opdracht om alle mensen goed samen te laten werken. Dus nog groter gaan is volgens mij niet beter. Als je de touwtjes niet strak kunt houden dan zal dit een zeer negatief effect hebben op het bedrijf.” (C1)

D

“Ik heb graag dat ik over alles controle heb. We draaien momenteel een omzet van tien miljoen euro en als we nog veel willen groeien zullen we bepaalde verantwoordelijkheden uit handen moeten geven. Dit zorgt voor bijkomende problemen.” (D1)

Discussie

De internationale studies van Bessler et al. (2013) en El Ghouli et al. (2017) toonden aan dat het totaal aantal bedrijven dat werkt met een zero-leverage beleid meer dan verdubbeld is sinds 1990. De oorzaken hiervan zijn onder andere een wereldwijde daling van de bedrijfsbelasting en een stijgend activa risico (Bessler et al., 2013). Uit het empirisch onderzoek kunnen deze oorzaken echter niet bevestigd worden. Geen enkele respondent vermeldt de lagere bedrijfsbelasting, noch het stijgend activa risico als oorzaak van hun zero-leverage beleid. Nochtans bestaan alle bedrijven die als case gebruikt zijn al tussen de 35 en 90 jaren. De case studies tonen aan dat de twee meest voorkomende redenen voor het werken zonder schulden een voor de respondent negatieve ervaring uit het verleden is en de leeftijd van de respondent. Deze nieuwe bevindingen kunnen als propositie dienen in toekomstig empirisch onderzoek. Daarnaast haalt een respondent ook aan dat hij het bedrijf wil overgeven aan de volgende generatie zonder schuldenlast. Dit geeft duidelijk de aanwezigheid weer van socioemotional wealth (SEW). De bedrijfsleider gaat namelijk geen schulden aan, waardoor de groei beperkt wordt, om zo zijn kinderen niet in de problemen te brengen na de overdracht. Deze transgenerationale visie werd in 2013 door Strebulaev en Yang vermeld als één van de hoofdredenen waarom familiebedrijven vaker zero-levered zijn dan niet-familiaal gecontroleerde bedrijven. Uit het empirisch onderzoek kan dus geconcludeerd worden dat socioemotional wealth een belangrijke invloed heeft op de keuze voor een al dan niet zero-leverage beleid bij de geïnterviewde familiebedrijven.

Bovendien vinden we in de literatuur terug dat het grootste deel van de bedrijven, zowel familiale als niet familiale, geen toegang hebben tot schuldfinanciering (Bessler et al., 2013). Slechts een klein deel van de zero-leverage bedrijven zou dus bewust kiezen voor zo een beleid. Toch schetst het empirisch onderzoek een ander beeld. Alle ondervraagde bedrijven geven aan dat hun keuze voor een beleid zonder schulden een bewuste keuze is en niet omdat ze moeilijk aan financiering geraken. De bedrijven in dit onderzoek behoren dus allemaal tot de *unconstrained* zero-leverage bedrijven, ook wel de financieel onbeperkte bedrijven genoemd. Het onderzoek van Bessler et al. (2013) toont aan dat deze financieel onbeperkte bedrijven financiële flexibiliteit najagen. Dit verwijst naar de mogelijkheid om op een efficiënte manier te reageren op onverwachte wijzigingen in hun cashflow

of investeringsmogelijkheden. Volgens Bessler et al. (2013) zullen deze bedrijven afzien van hun zero-leverage beleid wanneer er zich winstgevende investeringsmogelijkheden voordoen. Deze theorie komt overeen met de resultaten uit het empirisch onderzoek. Maar liefst vijf van de zes bedrijven die meewerkten aan het onderzoek gaven namelijk aan dat het grote voordeel van een beleid zonder schulden, het makkelijk verkrijgen van een financiering bij onvoorziene tegenslagen of opportuniteiten is.

Theoretici Strebulaev en Yang stelden in 2013 dat een voordeel van schuldfinanciering het verhogen van ondernemingswaarde is in de vorm van belastingvoordelen. Nochtans blijkt uit de case studies dat slechts één respondent het niet hebben van aftrekbare interesten op een lening aanhaalt als nadeel van een zero-leverage beleid. Drie van de zeven respondenten vinden dat beperkte groei het grootste nadeel is van een beleid zonder schulden. Deze respondenten verkiezen dus gemoedsrust en het makkelijk krijgen van financiering, de twee aangehaalde voordelen van zero-leverage, boven groei van hun bedrijf. Deze emergent theory kan als propositie gebruikt worden in toekomstig onderzoek. Wat opvalt is dat twee respondenten geen enkel nadeel zien aan hun zero-leverage beleid. Dit zou kunnen duiden op onvoldoende fiscale en financiële kennis bij de bedrijfsleiders. Ook deze propositie kan in toekomstig empirisch onderzoek verder onderzocht worden.

Tijdens de afgenomen interviews liet één respondent verstaan dat het al dan niet toepassen van een zero-leverage beleid sterk afhangt van de sector waarin het bedrijf actief is. In de conservatieve sectoren, zoals de bouw, zouden volgens hem meer bedrijven zonder schulden werken dan in de andere sectoren. Deze nieuwe vaststelling kan in toekomstig empirisch onderzoek als propositie dienen.

Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Een eerste beperking is dat dit onderzoek gevoerd is met behulp van case studies. Hierdoor is het onmogelijk om de resultaten te veralgemenen naar de hele populatie.

Een tweede beperking is dat er, op één uitzondering na, slechts één persoon per bedrijf is geïnterviewd. Bovendien waren zes van de zeven respondenten familiale zaakvoerders. Een advies naar de toekomst toe is om meerdere personen binnen eenzelfde bedrijf te ondervragen. Daarbij moet er een betere verhouding zijn tussen het aantal geïnterviewde familieleden en externen, waardoor er andere inzichten bekomen kunnen worden.

De afwezigheid van jonge familiebedrijven in dit onderzoek is een derde beperking. Van de zes bedrijven die meewerkten aan dit onderzoek zit slechts één in de eerste generatie. Maar ook dit bedrijf bestaat al 35 jaar. De rest van de geïnterviewde ondernemingen zijn tussen de 35 en 90 jaar oud. Een aanbeveling is om ook enkele jonge familiebedrijven te betrekken in toekomstige onderzoeken.

De laatste beperking is dat de interviews in dit wetenschappelijk artikel voor een groot deel samenvielen met de uitbraak van het coronavirus. Hierdoor was het zeer moeilijk om aan een groot aantal respondenten te komen. Bovendien werd, door de COVID-19 maatregelen, een gedeelte van de interviews via Skype afgenomen. Dit leidde tot minder interactie en dus minder diepe informatie. Indien er verder onderzoek wordt gedaan, adviseer ik om meer interviews af te nemen.

Lijst van geraadpleegde werken

- Ali, A., Chen, T., & Radhakrishnan S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 238-286.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A., & Kaserer, C. (2009). Capital structure decisions in family firms: Empirical evidence from a bank-based economy (CEFS Working Paper Nr. 2009-05). Geraadpleegd op EconStor website:
- 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
- Baarda, B. & Bakker, E. & Fischer, T & Julsing M. & de Goede, M. & Peters, V. & van der Velden, T. (2013). *Basisboek kwalitatief onderzoek: Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek (3e druk)*. Groningen: Noordhoff Uitgevers.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 1-22.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96. DOI: 10.1257/jep.20.2.73
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221.
- Bigelli, M., Martin-Ugedo, J., & Sánchez-Vidal, F. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of Business Research*, 67(11), 2419-2427.
- 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
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2017). *Fundamentals of Corporate Finance*. (9th ed.): McGrawHill Education.
- Byoun, S., & Xu, Z. (2013). Why do some firms go debt free?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(1), 1-38.
- Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R., & Heugens, P. P. (2015). What do we know about Private Family Firms? A Meta-Analytical Review. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 513-544.
- 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 and practice*, 28(4), 335-354

- Chrisman, J., & Patel, P. (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55(4), 976-997.
- Cronqvist, H., Makhija, A., & Yonker, S. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 20-40.
- Dang, V. (2009). An empirical analysis of zero-leverage and ultra-low leverage firms: Some UK evidence (No. 584). Manchester Business School Working Paper.
- Dang, V. (2013). An empirical analysis of zero-leveraged firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189-202.
- De Visscher, F. M., Mendoza, D. S., & Ward, J. L. (2011). *Financing transitions: Managing capital and liquidity in the family business*. Macmillan.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14, 287-295.
- Eisenhardt, K. M., & Graebner, M.E. (2007). Theory building from cases: Opportunities and Challenges. *Academy of Management Journal*, 50, 25- 32.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Zheng, X. (2017). Zero-leverage puzzle: An international comparison. *Review of Finance*, 22(3), 1063-1120.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., & Monyano-Fuentes, H. (2007). Socioemotional wealth and business risk in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52: 106-137.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. (2012). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320.
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt?. *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hendry, J. (2002). The principal's other problems: Honest incompetence and the specification of objectives. *Academy of Management Review*, 27, 98-113.
- Huang, Z., Li, W., & Gao, W. (2015). Does Zero-leverage Policy Increase Inefficient Investment?- From The Perspective Of Lack Of Bank Creditors. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 31(6), 2237-2252.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. Geraadpleegd op

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.
- Lambrecht, J., & Molly, V. (2011). Het economische belang van familiebedrijven in België.
- Lee, H., & Moon, G. (2011). The long-run equity performance of zero-leverage firms. *Managerial Finance*, 37(10), 872-889.
- Messiaen, P. (2019). Financiering van familiebedrijven: het zero leverage fenomeen (Master's thesis, UHasselt).
- Miller, M. H. (1976). Debt and taxes. *The Journal of finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-444.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(4), 367-382
- Myers, S. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance Economics*, 13(2), 187-221.
- Naldi, L., Cennamo, C., Corbetta, G., Gomez-Mejia, L. (2013). Preserving Socioemotional Wealth in Family Firms : Asset or Liability ? The Moderating Role of Business Context. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 2-30.
- Pindado, J., & Requejo, I. (2015). Family Business Performance from a Governance Perspective: A Review of Empirical Research. *International Journal of Management Reviews*, 17(3), 279-311.
- Ramalho, J. J., Rita, R. M., & da Silva, J. V. (2018). The impact of family ownership on capital structure of firms: Exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis. *International Small Business Journal*, 36(5), 574-604.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12, 99-116.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M., & Dino, R. (2003). Dispersion of ownership and agency in family firms. *Academy of Management Journal*, 46, 179-194.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10(1), 100-110.
- Sirmon, D., & Hitt, M. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339-358.
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Sage.

Stake, R. E. (2005). Qualitative case studies.

Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-23.

Suddaby, R. (2006). What grounded theory is not. *Academy of Management Journal*, 49, 633-642.

Verhoeven, N. (2007). Wat is onderzoek. *Praktijkboek methoden en technieken voor het hoger*.

Zellweger, T. (2007). Time Horizon, Costs of Equity Capital, and Generic Investment Strategies of Firms. *Family Business Review*, 20(1), 1-15.

Appendix A. Interviewprotocol

A. 1. Doel van het interview

Als opdracht voor mijn masterproef getiteld 'Redenen voor een zero-leverage beleid bij private familiebedrijven in Vlaanderen: Een kwalitatieve studie' interview ik in totaal een tiental personen. Het onderzoek waar u nu deel van uit maakt heeft als doel om meer inzicht te verkrijgen waarom dit soort familiebedrijven kiezen om te werken zonder schuldfinanciering.

Dit interview zal tussen de 30 en 60 minuten duren en de bekomen gegevens worden volledig anoniem verwerkt. Bovendien hebt u het recht op inzage van de resultaten die voortvloeien uit dit onderzoek. Voor we het interview starten wil ik uw toestemming vragen voor het opnemen van het interview. Laat u mij toe dit interview op te nemen?

A. 2. Interviewvragen

1. Kan u uzelf even kort voorstellen?
 - Wat is uw leeftijd?
 - Wat hebt u gestudeerd?
 - Heeft u nog andere professionele ervaringen?
2. Kan u mij iets meer vertellen over uw familiebedrijf?
 - Hoe lang bestaat het bedrijf?
 - In welke sector zijn jullie actief?
 - Is het bedrijf winstgevend?
 - Hoeveel werknemers hebben jullie in dienst?
 - Hebben jullie enkel familieleden in dienst?
 - Worden alle hoge functies (management) bekleed door familieleden? Welke wel/niet?
3. Wat is uw functie binnen het bedrijf?
4. Hoe belangrijk is het familiale aspect binnen het bedrijf? Waarom?
5. Wat is de lange-termijn visie van het bedrijf? Waarom?
6. Bestaat het management en bestuur van uw bedrijf uitsluitend uit familieleden? Waarom?
7. Hoe belangrijk zijn niet-economische doelen zoals controle, imago, familiale overdracht voor jullie familiebedrijf? Waarom?
8. Werkt uw bedrijf momenteel, of werkte het in het verleden, zonder enige vorm van schulden?

- Indien in het verleden:
 - Wat waren de redenen om zonder schuldfinanciering te werken?
 - Hoe lang heeft het bedrijf zonder schulden gewerkt?
 - Waarom is het bedrijf hiervan afgestapt?
 - Indien momenteel:
 - Kozen jullie bewust/vrijwillig voor een werking zonder schuldfinanciering?
 - Indien ja:
 - Om welke redenen maakten jullie deze keuze?
 - Waren deze redenen achteraf gezien terecht? Waarom wel/niet?
 - Heeft het lang geduurd voordat jullie deze stap hebben gezet? Waarom wel/niet?
 - Als u terug in de tijd kon gaan, zou u dan dezelfde beslissing genomen hebben? Waarom wel/niet?
 - Hoe lang denken jullie nog door te gaan zonder enige vorm van schuldfinanciering? Waarom?
 - Indien nee:
 - Wat was dan de reden voor deze keuze?
 - Indien jullie wel toegang hadden tot schuldfinanciering, zouden jullie hier dan gebruik van maken?
 - Hoe lang denken jullie nog door te gaan zonder enige vorm van schuldfinanciering? Waarom?
9. Wat zijn volgens u de grootste voordelen/kansen van een zero-leverage beleid?
 10. Wat zijn volgens u de grootste nadelen/bedreigingen van een zero-leverage beleid?
 11. Heeft uw familiaal netwerk, dat u in de loop der jaren opgebouwd hebt, invloed gehad op de keuze voor een zero-leverage beleid?
 12. Zou uw bedrijf beter presteren indien het wel zou werken met schuldfinanciering? Waarom?
 13. Zou u andere familiebedrijven die met schuldfinanciering werken aanraden om over te stappen naar een beleid zonder schulden? Waarom?