



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterthesis

Investeren in een familiebedrijf: investeringsbereidheid van externe investeerders

Liesa Noels

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

PROMOTOR :

Dr. Ine UMANS

BEGELEIDER :

De heer Maarten COLSON



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

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

2020
2021



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Investeren in een familiebedrijf: investeringsbereidheid van externe investeerders

Liesa Noels

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

PROMOTOR :

Dr. Ine UMANS

BEGELEIDER :

De heer Maarten COLSON

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020-2021. 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.

1. Introductie

Familiebedrijven maken een significant deel van de wereldwijde economie uit (Chrisman, Chua, & Steier, 2003). Over heel de wereld is een groot deel van de bedrijven georganiseerd rond families (Allouche, Amann, Jaussaud, & Kurashina, 2008; Bertrand & Schoar, 2006). Zo ook in België, waar ongeveer 77% van de bedrijven een familiebedrijf is (Lambrecht & Molly, 2011).

Familiebedrijven zijn niet alleen wereldwijd sterk vertegenwoordigd. Er is ook aangetoond dat familiebedrijven heel wat voordelen kunnen bieden ten opzichte van niet-familiebedrijven. Zo tonen verschillende onderzoeken aan dat familiebedrijven beter presteren dan niet-familiebedrijven op het vlak van winstgevendheid en groei (Allouche et al., 2008; Anderson & Reeb, 2003; Miller, Le Breton-Miller, & Scholnick, 2008; Sharma, 2004).

Door hun wereldwijde sterke vertegenwoordiging en sterke prestaties, maken familiebedrijven een grote en vaak aantrekkelijke *pool* van investeringsmogelijkheden uit voor private investeerders (Dawson, 2011; Schickinger, Leitterstorf, & Kammerlander, 2018). In enkele belangrijke Europese economieën, waaronder Italië, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, zijn familiebedrijven de belangrijkste ontvanger van *private equity* investeringen. Familiebedrijven maken dus een groot en belangrijk deel van de private investeringen uit (Dawson, 2006). Echter blijkt dat bedrijven die bijvoorbeeld op zoek zijn naar een target bedrijf voor een overname minder bereid zijn te betalen voor een familiebedrijf dan voor een niet-familiebedrijf (Granata & Chirico, 2010). Een reden hiervoor is te vinden in het feit dat familiebedrijven vaak hun eigen zorgen en belangen hebben, zoals stabiliteit en kapitaalbehoud, die mogelijk niet in overeenstemming zijn met de belangen van externe investeerders (Anderson & Reeb, 2003). Daarnaast heerst er in familiebedrijven vaak ook nepotisme, waarbij familieleden voorgetrokken worden bij het bekleden van de belangrijkste posities in het bedrijf. Dit zou een negatieve invloed kunnen hebben op de economische prestaties van het familiebedrijf (Bertrand & Schoar, 2006; Cascino, Pugliese, Mussolino, & Sansone, 2010; Chrisman, Chua, & Litz, 2004; Dawson, 2011). Hierdoor zijn externe investeerders vaak terughoudend wanneer het gaat over investeren in een familiaal bedrijf.

Doordat familiebedrijven een belangrijke bron van investeringsopportuniteiten zouden kunnen uitmaken voor externe investeerders, is het belangrijk om na te gaan welke elementen een investeerder kunnen overtuigen om toch te investeren in een familiebedrijf. Investeerders hebben namelijk de neiging om voornamelijk te focussen op de negatieve aspecten van een familiebedrijf, waaronder conservatisme, nepotisme en de hoge agency kosten (Granata & Chirico, 2010). De vraag is dan ook welke elementen de bereidheid tot investeren in een familiebedrijf kunnen verhogen. Dit artikel tracht een antwoord te bieden op deze vraag aan de hand van een experiment afgenomen bij 61 private investeerders en economiestudenten.

Het experiment in dit artikel bestaat uit vier scenario's met negen kenmerken van familiebedrijven die opgebouwd zijn vanuit de literatuur. Per scenario varieerden twee kenmerken, namelijk het percentage niet-familiale managers en het percentage familieleden met externe werkervaring. De respondent werd per scenario gevraagd wat zijn of haar investeringsbereidheid zou zijn voor het hypothetische familiebedrijf. Daarnaast werd de respondent ook gevraagd om de negen kenmerken te rangschikken van meest naar minst belangrijk bij het maken van een investeringsbeslissing. De

resultaten hiervan werden eerst aan de hand van beschrijvende statistiek bestudeerd en vervolgens geanalyseerd aan de hand van zowel een OLS-regressie als via een LPM-model.

Dit artikel levert op drie manieren een bijdrage aan de bestaande literatuur omtrent familiebedrijven. Als eerste wordt er een bijdrage geleverd aan de literatuur met betrekking tot investeren in familiebedrijven, door te kijken naar de visie van externe investeerders op familiebedrijven als potentiële investeringstargets. De bestaande literatuur bekijkt hoofdzakelijk de visie van het familiebedrijf met betrekking tot externe investeringen (Scholes, Wright, Westhead, Bruining, & Kloeckner, 2009; Thiele, 2017). Dit onderzoek levert dus een bijdrage door de aandacht te verschuiven naar het standpunt van de externe investeerders. Ten tweede draagt dit artikel ook bij aan de literatuur omtrent investeringsbeslissingen van private investeerders, door specifiek te focussen op de investeringsbeslissing met betrekking tot familiebedrijven. Er wordt in de bestaande literatuur namelijk vooral gefocust op de investeringscriteria gebruikt bij de selectie van een startup door *business angels* of *venture capitalists*. De beslissing om te investeren in een familiebedrijf heeft nog maar weinig aandacht gekregen (Dawson, 2011). Door op zoek te gaan naar de elementen die de investeringsbereidheid van externe investeerders in familiebedrijven kunnen verhogen, wordt er ingespeeld op deze *gap*. Uit de bevindingen van dit onderzoek blijkt dat investeerders, naast de elementen waar ze altijd op focussen zoals winstgevendheid en groeipotentieel, belang hechten aan kenmerken die specifiek zijn voor familiebedrijven. Zo hechten ze bij een familiebedrijf belang aan de aanwezigheid van familieleden met externe werkervaring, niet-familiale managers en familieleden die bereid zijn hun aandelen te verkopen en het familiebedrijf te verlaten. Ten derde wordt er een diepgaander inzicht verkregen in de voorkeuren van externe investeerders omtrent professionalisering binnen een familiebedrijf. Uit de bestaande literatuur blijkt namelijk dat investeerders de voorkeur geven aan familiebedrijven die reeds geprofessionaliseerd zijn (Dawson, 2011; Granata & Chirico, 2010). De resultaten uit dit onderzoek bevestigen deze voorkeur, maar er wordt empirisch aangetoond dat de positieve relatie tussen de investeringsbereidheid en de aanwezigheid van niet-familiale managers slechts tot op een bepaald niveau geldt. Zo wordt er aangetoond dat investeerders niet sneller zouden investeren in een familiebedrijf dat voor 100% geprofessionaliseerd is dan in een familiebedrijf dat niet geprofessionaliseerd is. Wel zijn investeerders eerder geneigd om te investeren in familiebedrijven die over 30% of 60% niet-familiale managers beschikken, wat er op wijst dat ze ook belang hechten aan de aanwezigheid van ervaren familieleden in het familiebedrijf. Dit biedt interessante nieuwe inzichten in de voorkeuren van externe investeerders omtrent familiebedrijven.

De structuur van dit artikel is opgebouwd als volgt. Eerst wordt de reeds bestaande literatuur over investeren in familiebedrijven bestudeerd en worden de hypotheses ontwikkeld. Daarna wordt de methodologie uitgelegd. Vervolgens worden de resultaten gepresenteerd. Het artikel eindigt met de discussie en conclusie, waarin de beperkingen van dit onderzoek en aanbevelingen voor verder onderzoek worden geformuleerd.

2. Literatuurstudie en hypotheseontwikkeling

2.1. Professionalisering van familiebedrijven

Familiebedrijven streven naast financiële doelstellingen vaak ook niet-financiële doelstellingen na (Chrisman et al., 2004; Corbetta & Salvato, 2004). Ze zijn dikwijls zeer strak gericht op het doorgeven van het familiebedrijf aan de volgende generatie (Allouche et al., 2008; Anderson & Reeb, 2003). Families zien het bedrijf als een actief dat ze willen doorgeven aan de volgende generatie, en dus niet als welvaart die ze willen consumeren tijdens hun eigen aanwezigheid. De overleving van het bedrijf is dus een belangrijke bezorgdheid voor families (Anderson & Reeb, 2003). Deze intentie om het bedrijf door te geven aan de volgende generatie, zal volgens investeerders echter leiden tot destructief nepotisme (voortrekken van familieleden) (Cascino et al., 2010). Families hebben namelijk de neiging om hogere managementposities voor te behouden voor familieleden. Door voornamelijk te willen steunen op familieleden bij het invullen van managementposities in het familiebedrijf, blijft er slechts een beperkt aantal arbeidskrachten over waaruit men gekwalificeerd en capabel talent moet halen (Anderson & Reeb, 2003). De reden waardoor eigenaars van een familiebedrijf de neiging hebben om enkel te steunen op familieleden, is dat ze het vaak moeilijk vinden om te delegeren aan externen, ze vrezen voor het verliezen van de controle over hun bedrijf en ze geloven dat professionalisering een onnodige kost is (Dawson, 2011). Dit zal volgens investeerders tot een concurrentieel nadeel leiden ten opzichte van niet-familiebedrijven (Anderson & Reeb, 2003). Investeerders vinden namelijk dat niet-familiale managers een belangrijke rol kunnen spelen en een positieve impact kunnen hebben op de prestaties van het bedrijf als ze mogen deelnemen aan de strategische besluitvorming (Chua, Chrisman, & Sharma, 2003). Externen zouden nieuwe perspectieven toevoegen die niet gebaseerd zijn op familie-ervaringen en ze zijn minder emotioneel betrokken bij de familie en het bedrijf, waardoor bepaalde gevoelige beslissingen makkelijker gemaakt kunnen worden (Dawson, 2011).

Externe investeerders zouden dus hun voorkeur geven aan familiebedrijven die al geprofessionaliseerd zijn (Dawson, 2011). Het beeld van investeerders zal positiever zijn wanneer niet-familiale managers betrokken zijn bij het beheer van het bedrijf. Niet-familiale managers verhogen voor hen de waargenomen kwaliteit van het menselijk kapitaal van het familiebedrijf, door geassocieerd te worden met een zeker niveau van professionaliteit, en door te tonen dat de familie bereid is om autoriteit uit handen te geven en open te zijn naar buitenstaanders toe (Granata & Chirico, 2010). Oprichters van familiebedrijven worden bijvoorbeeld vaak gedreven door hun specifieke visie op hun product of dienst. Ze hebben de neiging om intuïtief te zijn in hun besluitvorming, hun macht is gebaseerd op eigendom en ze motiveren hun werknemers door hun charismatische gedrag. Omgekeerd ontlenen degenen die zijn opgeleid als professionele managers hun macht over het algemeen niet aan eigenaarschap, maar aan gezagsposities. Ze hebben de neiging om beslissingen meer te nemen op basis van logica en rationele analyse dan op intuïtie (Schein, 1983). Investeerders geven de voorkeur aan beslissingen gemaakt op basis van logica en rationele analyse, omdat dit de winstgevendheid van het bedrijf kan verhogen (Dyer, 1989).

Een andere reden waarom investeerders de aanwezigheid van niet-familiale managers waarderen, is omdat ze de normen en waarden binnen het bedrijf kunnen veranderen. Familiewaarden zoals onvoorwaardelijke liefde en bezorgdheid zijn vaak in strijd met zakelijke waarden van

winstgevendheid en efficiëntie (Lansberg, 1983). Externe managers kunnen waarden aanbrengen die meer gefocust zijn op efficiëntie en winstgevendheid. Door een professioneel management kunnen onproductieve werknemers worden losgelaten en strengere controles worden afgedwongen, wat de prestaties van het bedrijf kan verbeteren (Dyer, 1989).

De eerste hypothese is dan ook de volgende:

H1: de bereidheid tot investeren van externe investeerders is groter als er niet-familiale managers aanwezig zijn.

Vaak heerst er nepotisme in een familiebedrijf, waarbij familieleden worden aangeworven op basis van een familieband in plaats van op basis van verdienste (Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001; Sonfield & Lussier, 2009). Hierdoor is het voor een externe investeerder moeilijk om de kwaliteit van het menselijk kapitaal in te schatten. Een manier om de kwaliteit van het menselijk kapitaal toch te proberen bepalen, is door te kijken of er familieleden met externe werkervaring aanwezig zijn binnen het bedrijf (Smart, 1999). Externe werkervaring maakt het makkelijker voor familieleden om te voldoen aan de hoge verwachtingen van professionaliteit die ze nodig hebben om erkend te worden als gekwalificeerde managers door externe investeerders (Dawson, 2011).

Familiebedrijven kunnen hun menselijk kapitaal dus versterken door te zorgen voor heterogeniteit in hun topmanagementteam (Sirmon & Hitt, 2003). Heterogeniteit in het topmanagementteam is belangrijk om tot effectieve strategische beslissingen te kunnen komen (Finkelstein & Hambrick, 1990; Reger, 1997; Wiersema & Bantel, 1992). Ten gevolge van nepotisme, ontbreekt deze heterogeniteit vaak in de managementteams van familiebedrijven. Nochtans brengt het heel wat voordelen met zich mee om hierop in te zetten. Heterogeniteit in het topmanagementteam zorgt ervoor dat ideeën worden uitgedaagd, wat gezien kan worden als een soort van gezond conflict. Zo'n conflict verbetert de besluitvorming door te zorgen voor een grotere set van alternatieven en assumpties (Schweiger, Sandberg, & Ragan, 1986). Daarnaast zorgt heterogeniteit ook voor meer creativiteit, wat op zijn beurt leidt tot innovatievere ideeën en producten (Ahuja & Morris Lampert, 2001). Familiebedrijven kunnen de heterogeniteit van hun menselijk kapitaal verhogen door familieleden ervaring te laten opdoen in een niet-familiebedrijf (Sirmon & Hitt, 2003).

Werkervaring opgedaan buiten het familiebedrijf verhoogt dus de heterogeniteit van de perspectieven in het managementteam en verbetert daardoor de strategische besluitvorming (Sirmon & Hitt, 2003). De aanwezigheid van familieleden met externe werkervaring zien investeerders als een teken van professionalisatie, waardoor de waarde van het bedrijf voor hen zou kunnen stijgen (Dawson, 2011). De tweede hypothese luidt dan ook als volgt:

H2: de bereidheid tot investeren van externe investeerders is groter als er familieleden met externe werkervaring in het familiebedrijf aanwezig zijn.

2.2. Agency kosten in familiebedrijven

Een theorie die vaak gebruikt wordt om de relaties binnen een bedrijf te omschrijven, is de agency theorie. Bij de agency theorie gaat men ervan uit dat eigenaars (principalen) en managers (agenten) conflicterende belangen hebben en dat er informatieasymmetrie bestaat tussen beide partijen (Chrisman, Chua, Kellermanns, & Chang, 2007; Chrisman et al., 2004; Sonfield & Lussier, 2009).

Managers hebben de neiging om hun eigen belangen na te streven, ook al gaat dat ten koste van de eigenaars van het bedrijf (Chrisman et al., 2007; Chrisman et al., 2004; Oswald, Muse, & Rutherford, 2009). Dit willen de eigenaars voorkomen door het invoeren van formele controle- en incentivesystemen die de belangen van de managers op een lijn moeten brengen met die van de eigenaars (Dawson, 2011). De kosten die men maakt om de verschillen in belangen te verminderen, zijn agency kosten (Chrisman et al., 2004; Sonfield & Lussier, 2009). Als managers en eigenaars dezelfde belangen hebben, dan is er geen belangenconflict en dus ook geen agency probleem (Chrisman et al., 2004).

De traditionele agency theorie gaat ervan uit dat er in een familiebedrijf een overeenstemming van belangen bestaat, wat zou leiden tot superieure bedrijfsprestaties (Gleason, Pennathur, & Wiggenhorn, 2014). Men ging er traditioneel gezien dus van uit dat familiebedrijven geen of onbelangrijke agency kosten ervaren, wat te wijten zou zijn aan het feit dat men verwacht dat familieleden altruïstisch zijn tegenover elkaar (Becker, 1974; Chrisman et al., 2004; Daily & Dollinger, 1992; Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976; Parsons, 1986). Ook kunnen de lage agency kosten te wijten zijn aan de minimale scheiding tussen de functies van eigendom, controle en management (Allouche et al., 2008). De geconcentreerde eigendomsstructuur in een familiebedrijf vermindert het vermogen van managers om zich bezig te houden met opportunistisch gedrag, dankzij de superieure monitoringscapaciteiten en invloed van de familie als grootste aandeelhouder (Cascino et al., 2010; Miller, Le Breton-Miller, & Lester, 2009). Daarnaast worden agency kosten in een familiebedrijf geminimaliseerd doordat principaal en agent het gewoonweg eens zijn. Familiariteit tussen eigenaars en managers en gemakkelijke communicatie en samenwerking tussen familieleden kan een convergentie van belangen creëren, waardoor men geen formele controles en incentivesystemen nodig heeft. Hierdoor zijn de kosten verbonden aan het oplossen van belangenverschillen dus laag in familiebedrijven (Dawson, 2011).

Altruïsme binnen een familiebedrijf zou dus een deel van de agency kosten kunnen verlagen. Echter kan het ook agency problemen creëren die juist uniek zijn voor familiebedrijven, omdat familierelaties het moeilijker maken om bepaalde conflicten op te lossen en om onproductief gedrag in toom te houden. Altruïsme zou daarnaast ook kunnen leiden tot *free riding* door familieleden en *entrenchment* van ineffectieve managers (Chrisman et al., 2004). Ook conflicten zijn een bron van agency kosten in familiebedrijven. Emoties zijn moeilijk te vermijden in dit soort bedrijven, omdat familie en bedrijf zo hard verweven zijn. Hierdoor is de kans op conflicten groter dan in niet-familiebedrijven (Dawson, 2011). Familiebedrijven kunnen dus te maken krijgen met agency kosten die zeer hoog en moeilijk in te perken kunnen zijn (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

Deze bevindingen komen overeen met de zogenaamde *entrenchment*-hypothese met betrekking tot de waardering van familiebedrijven. Hierbij veronderstelt men dat familie-eigenaarschap een deel van de agency problemen zal oplossen, maar dat een sterke familiale aanwezigheid de familie in staat zal stellen zich te verankeren en terughoudend te zijn om macht af te staan of verandering toe te laten (Gleason et al., 2014). De sterke familiecontrole zou er dus toe kunnen leiden dat familieleden zich zullen focussen op werkzekerheid en andere privileges voor de familie, waardoor ze hun focus op winstgevendheid verliezen (Oswald et al., 2009). In familiebedrijven zou er dus opportunisme heersen, waarbij de familie als grote aandeelhouder activa of winsten kan overbrengen

van het bedrijf naar de familie. Bijvoorbeeld door tunneling, overmatige compensatie voor familieposities in het bedrijf, voordelige leningen en lening-garanties kan de familie haar macht gebruiken voor persoonlijk gewin (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2009). De te sterke aanwezigheid van een familie als grootste aandeelhouder in een familiebedrijf, zal dus leiden tot een lagere waardering door investeerders (Anderson & Reeb, 2003; Cascino et al., 2010; Gleason et al., 2014).

Gegeven dat agency kosten in een familiebedrijf ontstaan door de familie, kan een verminderde familie-aanwezigheid na de overeenkomst voor de externe investeerder een reden zijn om te investeren. Men spreekt van een verminderde familiale aanwezigheid wanneer er familieleden zijn die bereid zijn hun aandelen te verkopen aan een externe investeerder en dus het familiebedrijf te verlaten (Dawson, 2011). De derde hypothese wordt dan ook als volgt gedefinieerd:

H3: de bereidheid tot investeren van externe investeerders is groter als er familieleden aanwezig zijn die het familiebedrijf willen verlaten.

3. Data en methoden

De onderzoeksmethode die in dit onderzoek wordt toegepast, is een scenario-based survey methode, ook wel de vignettenmethode genoemd (Atzmüller & Steiner, 2010). Dit is een kwantitatieve en experimentele onderzoeksmethode, waarbij gebruik wordt gemaakt van scenario-analyse. Hierbij werd een online vragenlijst, opgesteld via Qualtrics, voorgelegd aan de respondenten. Deze respondenten werden bereikt via social media, waaronder Facebook en LinkedIn. Daarnaast werden er ook respondenten bereikt via de nieuwsbrief van een financieringsagentschap, The Harbour.

Bij een vignettenexperiment moeten de deelnemers een aantal scenario's beoordelen en beslissingen nemen (Aguinis & Bradley, 2014). De scenario's worden opgebouwd aan de hand van kenmerken die vanuit de literatuur belangrijk lijken te zijn voor de investeringsbeslissing van externe investeerders met betrekking tot familiebedrijven. De scenario's vertegenwoordigen dan vier hypothetische familiebedrijven, met telkens een ander niveau van professionalisering.

Er werd geopteerd voor een vignettenmethode, omdat deze methode zeer vaak gebruikt wordt in oordeel- en besluitvormingsstudies in verschillende disciplines, waaronder ondernemerschap. Met deze onderzoeksmethode is het dan ook mogelijk om realistische scenario's te creëren die de respondenten moeten beoordelen. Daarnaast stelt het onderzoekers in staat om onafhankelijke variabelen te manipuleren, terwijl andere factoren constant worden gehouden (Aguinis & Bradley, 2014). De vignettenmethode combineert dus de hoge externe validiteit van traditionele surveys met de hoge interne validiteit van de klassieke experimentele onderzoeksmethode (Atzmüller & Steiner, 2010). De sterktes van beide methodes worden dus gecombineerd om de beperkingen ervan te overwinnen.

3.1. Sample

De dataverzameling heeft plaatsgevonden van 2 april tot en met 1 mei 2021. In totaal hebben 86 respondenten deelgenomen aan het onderzoek. Na een controle van de dataset werden onvolledig ingevulde vragenlijsten verwijderd. Van het totale aantal respondenten hebben 61 respondenten het onderzoek volledig ingevuld. Zij vormen de finale sample van dit onderzoek.

De steekproef bestaat uit 32 mannen (52,46%) en 29 vrouwen (47,54%). De leeftijd van de respondenten varieert tussen de 18 en de 63 jaar. De gemiddelde leeftijd van de steekproef is 33 jaar (S.D. 13,88). Als hoogst behaalde diploma gaf 28% van de steekproef aan een diploma secundair onderwijs te hebben, 18% had een diploma niet-universitair hoger onderwijs en 54% beschikt over een universitair diploma. Verder bestaat de steekproef voornamelijk uit studenten. 32 respondenten, wat overeenkomt met 52% van de steekproef, zijn student in een economische richting. Daarnaast waren 15 respondenten (25%) investeerder en 14 respondenten (23%) gaven aan kennis te hebben van investeren.

In dit onderzoek wordt er dus gebruik gemaakt van zowel investeerders als studenten met een economische achtergrond. Studenten worden hier dus gezien als een proxy voor investeerders. Studentensamples worden wel vaker gebruikt in domeinen zoals psychologie en economie, maar ook in het ondernemerschapsdomein is het een veelvoorkomende praktijk (Hsu, Simmons, & Wieland, 2017). Er wordt gekozen om ook studenten op te nemen in de sample, omdat zij makkelijker te bereiken zijn dan investeerders. Mogelijke problemen met de generaliseerbaarheid worden echter

voorkomen door ook investeerders in de sample op te nemen. Dit onderzoek heeft zich gefocust op studenten in een economische richting, omdat zij opleidingsonderdelen aangeboden krijgen die hen inzicht geven in de manier waarop investeerders redeneren. Hierdoor zijn economiestudenten geschikt als participanten in dit onderzoek.

3.2. Scenario's

Aan de hand van de literatuur omtrent familiebedrijven, werden er negen attributen geïdentificeerd die van belang kunnen zijn bij het maken van de beslissing om te investeren in een familiebedrijf. Op basis van deze attributen werden vier scenario's (vignetten) opgesteld. De scenario's bestaan uit twee kenmerken die variëren, namelijk het percentage niet-familiale managers en het percentage familieleden met externe werkervaring. Daarnaast omvatten de scenario's zeven kenmerken van familiebedrijven die mogelijk een invloed kunnen hebben op de investeringsbeslissing, maar die niet relevant zijn voor dit onderzoek. Het gaat hierbij om winstgevendheid van het bedrijf, groei van het bedrijf, verhouding eigen vermogen ten opzichte van totale vermogen, aanwezigheid van een raad van bestuur, aanwezigheid van ervaren familieleden, aanwezigheid van familieleden die het familiebedrijf willen verlaten en de aanwezigheid van andere investeerders. Deze attributen worden dan ook constant gehouden in de scenario's. Ze worden vastgesteld op een manier zodat ze volgens de literatuur een interessante investeringsopportunity uitmaken voor een externe investeerder. Op die manier is het mogelijk om na te gaan wat de impact is van de afhankelijke variabelen op de investeringsbereidheid, zonder dat de andere attributen dit ook beïnvloeden. In Tabel 1 worden de vier scenario's weergegeven.

Voorgaand onderzoek toont aan dat winstgevendheid en groei van het bedrijf een belangrijke rol spelen bij het maken van een investeringsbeslissing (Dawson, 2006). De historische winstgevendheid toont het vermogen van het bedrijf om in de toekomst ook winst te maken (Dreux, 1990). De groei van het bedrijf is voor investeerders ook van belang, omdat dit een idee geeft van het opwaartse winstpotentieel van een bedrijf (Wright, Hoskisson, Busenitz, & Dial, 2001).

Een gezonde verhouding tussen het eigen vermogen en het totale vermogen van het bedrijf is van belang voor een goede financiële gezondheid van het bedrijf. Dit is dan ook vaak een belangrijk focuspunt voor investeerders bij het maken van een investeringsbeslissing (Granata & Chirico, 2010).

De aanwezigheid van een raad van bestuur, waar liefst onafhankelijke bestuurders in zetelen, wordt ook als positief ervaren door investeerders. Een onafhankelijke raad van bestuur zorgt namelijk voor verbeterde besluitvorming, wat zal leiden tot het succes van de onderneming op lange termijn (Vandeput, 2021). Daarnaast is het voor de externe investeerder ook mogelijk om controle uit te oefenen op het bedrijf, door een positie in deze raad van bestuur te bekleden (Schickinger et al., 2018).

De aanwezigheid van ervaren familieleden zorgt voor diepgaande bedrijfsspecifieke stilzwijgende kennis, vaak gebaseerd op een vroege betrokkenheid in het bedrijf (Anderson & Reeb, 2003). Familieleden die al vroeg betrokken werden in het familiebedrijf worden gezien als waardevol menselijk kapitaal, en kunnen dus ook een reden zijn om te investeren in een familiebedrijf (Bertrand & Schoar, 2006).

Ook de aanwezigheid van familieleden die bereid zijn het familiebedrijf te verlaten, kan een rol spelen bij de beslissing om te investeren in een familiebedrijf. Familieleden zorgen namelijk voor specifieke agency-kosten, ten gevolge van het familiaal altruïsme dat heerst binnen een familiebedrijf (Chrisman et al., 2004). Ook is er vaak sprake van emotionele conflicten in familiebedrijven, door de ingewikkelde familierelaties die kunnen spelen in zo'n bedrijf (Dawson, 2011). Een verminderde aanwezigheid van de familie, waarbij familieleden hun aandelen verkopen aan de investeerder, kan dus ook een reden zijn om te investeren.

Als laatste kan de aanwezigheid van een andere investeerder ook een reden zijn om te investeren, omdat het voor investeerders vaak moeilijk is om de kwaliteit van een privaat familiebedrijf in te schatten. De aanwezigheid van andere investeerders is een signaal van de kwaliteit van het familiebedrijf, waardoor het risico voor de investeerder zal dalen (Cascino et al., 2010). Dit kan dus bijkomend een reden zijn om te investeren in een familiebedrijf en wordt daarom opgenomen als constant gehouden attribuut.

Tabel 1: Overzicht van de scenario's en de gebruikte attributen

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4
Winstgevendheid van het bedrijf	Goed	Goed	Goed	Goed
Groei van het bedrijf	Matig	Matig	Matig	Matig
Eigen vermogen/Totaal vermogen	66%	66%	66%	66%
Aanwezigheid Raad van Bestuur	Ja	Ja	Ja	Ja
Aanwezigheid ervaren familieleden	Ja	Ja	Ja	Ja
Aanwezigheid familieleden die bedrijf willen verlaten	Ja	Ja	Ja	Ja
Aanwezigheid andere externe investeerder(s)	Nee	Nee	Nee	Nee
% niet-familiale managers	100%	60%	30%	0%
% familieleden met externe werkervaring	0%	30%	60%	100%

Scenario vier wordt gezien als het basisscenario waartegen de andere scenario's zullen worden afgezet. Dit is het uitgangspunt op basis van wat in de literatuur terug te vinden is en kan gezien worden als het klassieke familiebedrijf. In het klassieke familiebedrijf dat in de literatuur wordt beschreven, wordt er namelijk zeer weinig gesteund op niet-familiale managers (Cascino et al., 2010). Familiebedrijven staan over het algemeen weigerachtig tegenover professionele managers. Dit heeft te maken met het feit dat familieleden schrik hebben om controle uit handen te geven en het bedrijf te verliezen (Chua et al., 2003). Ook hecht de familie vaak belang aan andere waarden

dan niet-familiale managers (Dyer, 1989) en vinden ze professionalisering gewoonweg een onnodige kost (Dawson, 2011).

Er wordt gestart vanaf het basisscenario waarbij er geen niet-familiale managers aanwezig zijn, maar wel honderd procent familieleden met externe werkervaring. In de volgende scenario's daalt het aantal familieleden met externe werkervaring en stijgt het aantal niet-familiale managers. De twee attributen die wel variëren in de scenario's, zijn dus het percentage niet-familiale managers en het percentage familieleden met externe werkervaring. Dit omdat de invloed van het aantal niet-familiale managers op de investeringsbereidheid wordt onderzocht. Het aantal familieleden met externe werkervaring varieert om een trade-off te creëren voor de respondenten, om te vermijden dat iedereen in de richting wordt gestuurd die volgens de literatuur wenselijk is, namelijk zo veel mogelijk professionele managers. Uit de literatuur blijkt namelijk dat investeerders het een zwakte vinden wanneer familiebedrijven niet geprofessionaliseerd zijn (Dawson, 2011). Zij vinden de aanwezigheid van niet-familiale managers belangrijk, omdat ze geassocieerd worden met een zeker niveau van professionaliteit en ze daardoor voor investeerders de kwaliteit van het menselijk kapitaal verhogen (Granata & Chirico, 2010). De trend in de richting van 100% professionele managers wordt dan ook gebroken door tegelijkertijd het aantal familieleden met externe werkervaring te laten variëren. Uit de literatuur blijkt dit ook een belangrijk aspect te zijn voor externe investeerders. Werkervaring opgedaan buiten het familiebedrijf zou de heterogeniteit van de perspectieven in het managementteam verhogen en daardoor de strategische besluitvorming verbeteren (Sirmon & Hitt, 2003). Daarnaast zien investeerders de aanwezigheid van familieleden met externe werkervaring ook als een teken van professionalisering (Dawson, 2011).

3.3. Verloop van het experiment

De vragenlijst bestond uit drie delen. Het eerste deel bestond uit vier items en vroeg de participanten naar achtergrondinformatie. Hierbij werd het geslacht, de leeftijd, het opleidingsniveau en het niveau van expertise (investeerder of student) bevraagd.

Voor er werd overgegaan naar het tweede deel van de vragenlijst, werden alle gebruikte attributen opgelijst en kort uitgelegd. Dit om ervoor te zorgen dat het voor de respondenten duidelijk was wat er met de attributen bedoeld werd. Het tweede deel van de vragenlijst omvatte de vier scenario's (vignettes) waarin telkens negen kenmerken van hypothetische familiebedrijven werden beschreven. Per scenario werd aan de hand van een tienpunts-Likertschaal gevraagd naar de investeringsbereidheid van de respondent. Daarna moesten de respondenten per scenario ook nog aangeven of ze uiteindelijk al dan niet bereid waren om te investeren in het familiebedrijf. Deze informatie zal in de resultatensectie gebruikt worden om de eerste hypothese empirisch te testen.

In het derde en laatste deel van de vragenlijst werd de respondent gevraagd om de negen attributen die vanuit de literatuur belangrijk blijken te zijn, te rangschikken van meest naar minst belangrijk bij het maken van zijn/haar investeringsbeslissing. Met deze resultaten zal aan de hand van beschrijvende statistiek een eerste voorzichtige uitspraak gedaan worden omtrent de tweede en derde hypothese.

3.4. Metingen

3.4.1. LTI en DTI

Per scenario werd aan de respondent gevraagd hoe waarschijnlijk zij het achtten dat ze zouden investeren in het hypothetische familiebedrijf dat beschreven werd. Deze investeringsbereidheid (*likelihood to invest*, LTI) werd gemeten aan de hand van een tienpunts-Likertschaal. Hierbij stond '1' voor zeer onwaarschijnlijk dat men zou investeren en '10' voor zeer waarschijnlijk dat men zou investeren. Ook werd per scenario gevraagd aan de respondenten om te beslissen of ze nu wel of niet zouden investeren in het bedrijf (*decision to invest*, DTI). DTI wordt gemeten als een binaire variabele waarbij '0' staat voor niet bereid om te investeren en '1' voor wel bereid om te investeren.

Er werd geopteerd om de investeringsbereidheid op twee manieren te bevragen, om achteraf na te kunnen gaan of de resultaten hiervan consistent zijn met elkaar. Hierbij werd eerst de LTI bevraagd, omdat verwacht werd hier de meeste variatie in terug te zien. Daarna werd de DTI bevraagd, om te kijken of de keuze hierbij overeenkomt met de score gegeven aan de LTI.

3.4.2. Controlevariabelen

In lijn met voorgaand onderzoek worden er drie controlevariabelen opgenomen met betrekking tot kenmerken van investeerders. Als eerste wordt er gecontroleerd voor geslacht, omdat uit voorgaand onderzoek blijkt dat vrouwen meer risico-avers zijn bij het maken van een investeringsbeslissing dan mannen (Embrey & Fox, 1997). Hierdoor zouden vrouwen dus een lagere investeringsbereidheid kunnen vertonen dan mannen. Ten tweede wordt er gecontroleerd voor de leeftijd van de respondent. Voorgaand onderzoek toont namelijk aan dat de leeftijd een significante invloed kan hebben op het investeringsgedrag. Jongere personen zijn geneigd meer risico's te nemen, en zouden daardoor sneller bereid kunnen zijn om te investeren (Charles & Kasilingam, 2013). Als laatste wordt het opleidingsniveau van de respondent opgenomen als controlevariabele. Hoe hoger het opleidingsniveau, hoe meer men grondige overwegingen zal maken alvorens te investeren (Nguyen & Schuessler, 2012). Mensen met een hoger diploma worden dus verwacht een lagere investeringsbereidheid te hebben.

4. Resultaten

4.1. Beschrijvende statistiek

De beschrijvende statistieken worden samengevat in Tabel 2. De gemiddelde LTI is het laagst voor scenario 4 en bedraagt 4,92. Voor scenario 3 is de gemiddelde LTI het hoogst en bedraagt 6,64. De gemiddelde LTI van scenario 1 en 2 ligt hier tussenin, en bedraagt respectievelijk 5,21 en 6,59. Voor de DTI ligt het gemiddelde het laagst bij scenario 1 (0,21) en het hoogst bij scenario 2 (0,72). De gemiddelde niveaus van DTI voor scenario 3 en 4 bedragen respectievelijk 0,69 en 0,23. Hieruit blijkt dat de investeringsbereidheid het hoogst ligt voor scenario 2 en 3. De respondenten geven dus de voorkeur aan de hypothetische familiebedrijven die gedeeltelijk, maar niet helemaal geprofessionaliseerd zijn.

Vervolgens werd de variance inflation factor (VIF) van de modellen berekend om multicollineariteit in de regressiemodellen uit te sluiten. De gemiddelde VIF van de modellen bedraagt 1,34. Dit is kleiner dan 10, wat vaak als vuistregel gebruikt wordt (Craney & Surles, 2002). Problemen met multicollineariteit in de regressiemodellen kunnen dus uitgesloten worden.

Tabel 2: Beschrijvende statistiek LTI en DTI (n = 61)

	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
<i>Geslacht</i>	0	1	0,52	0,50
<i>Leeftijd</i>	18	63	33,07	13,88
<i>Opleidingsniveau</i>	2	4	3,26	0,87
<i>LTI scenario 1</i>	1	10	5,21	2,30
<i>LTI scenario 2</i>	1	10	6,59	1,86
<i>LTI scenario 3</i>	1	9	6,64	1,93
<i>LTI scenario 4</i>	1	9	4,92	2,27
<i>DTI scenario 1</i>	0	1	0,21	0,41
<i>DTI scenario 2</i>	0	1	0,72	0,45
<i>DTI scenario 3</i>	0	1	0,69	0,47
<i>DTI scenario 4</i>	0	1	0,23	0,42

In het laatste deel van de vragenlijst werd de respondenten, zoals hierboven reeds aangehaald, gevraagd om alle attributen te rangschikken van meest naar minst belangrijk bij het maken van hun investeringsbeslissing omtrent familiebedrijven. De antwoorden werden samengevoegd om het percentage respondenten te bepalen dat elk attribuut als belangrijk (top drie) of meest belangrijk heeft aangeduid. Een samenvatting hiervan wordt weergegeven in Tabel 3.

Tabel 3: Belangrijke en meest belangrijke factoren bij het maken van een investeringsbeslissing omtrent familiebedrijven (n=61)

	Totaal	Investeerders	Studenten
Belangrijke factor			
Winstgevendheid van het bedrijf	77,05% (47)	75,86% (22)	78,13% (25)
Groei van het bedrijf	73,77% (45)	62,07% (18)	84,38% (27)
Eigen vermogen/ totaal vermogen	39,34% (24)	44,83% (13)	34,38% (11)
Ervaren familieleden	24,59% (15)	17,24% (5)	31,25% (10)
Familieleden met externe werkervaring	22,95% (14)	24,14% (7)	21,88% (7)
Raad van bestuur	18,03% (11)	20,69% (6)	15,63% (5)
Niet-familiale managers	16,39% (10)	17,24% (5)	15,63% (5)
Andere externe investeerders	14,75% (9)	20,69% (6)	9,38% (3)
Familieleden die familiebedrijf willen verlaten	13,11% (8)	17,24% (5)	9,38% (3)
Belangrijkste factor			
Winstgevendheid van het bedrijf	39,34% (24)	37,93% (11)	40,63% (13)
Groei van het bedrijf	26,23% (16)	17,24% (5)	34,38% (11)
Familieleden die familiebedrijf willen verlaten	8,20% (5)	13,79% (4)	3,13% (1)
Familieleden met externe werkervaring	6,56% (4)	3,45% (1)	9,38% (3)
Eigen vermogen/ totaal vermogen	4,92% (3)	6,90% (2)	3,13% (1)
Ervaren familieleden	4,92% (3)	3,45% (1)	6,25% (2)
Raad van bestuur	3,28% (2)	3,45% (1)	3,13% (1)
Andere externe investeerders	3,28% (2)	6,90% (2)	0% (0)
Niet-familiale managers	3,28% (2)	6,90% (2)	0% (0)

De resultaten tonen aan dat zowel investeerders als studenten de winstgevendheid van het familiebedrijf het vaakst hebben aangeduid als een belangrijke en de belangrijkste factor bij het maken van hun investeringsbeslissing. Bij 76% van de investeerders en 78% van de studenten staat winstgevendheid in de top drie van belangrijke factoren. Deze factor wordt daarnaast ook door 38% van de investeerders en door 41% van de studenten op de eerste plaats gezet.

Daarnaast wordt ook de groei van het familiebedrijf frequent aangegeven als zijnde een belangrijke of de meest belangrijke factor. 74% van het totale aantal respondenten vond de groei van het familiebedrijf een belangrijke factor bij het maken van een investeringsbeslissing. Studenten (84%) vonden deze factor echter wel belangrijker dan de investeerders (62%) uit de sample. In totaal vond ook 26% van de respondenten de groei van het familiebedrijf de meest belangrijke factor bij het maken van hun investeringsbeslissing.

De investeerders uit de steekproef hechten opvallend meer belang aan familieleden die het familiebedrijf willen verlaten, aan de aanwezigheid van andere externe investeerders en aan een gezonde balansstructuur dan de studenten. Studenten geven daarentegen opvallend meer om de aanwezigheid van ervaren familieleden dan de investeerders.

De aanwezigheid van familieleden die het familiebedrijf willen verlaten, van professionele managers en van familieleden met externe werkervaring wordt respectievelijk in 13%, 16% en 23% van de gevallen aangehaald als een belangrijke factor bij het maken van een investeringsbeslissing. Daarnaast worden deze attributen in respectievelijk 8%, 3% en 7% van de gevallen aangehaald als zijnde de meest belangrijke factoren bij het maken van een investeringsbeslissing. Deze bevindingen bieden dus al een eerste tentatieve ondersteuning voor hypothese 1, 2 en 3. De eerste hypothese zal hieronder uitgebreider getest worden. Hypothese 2 en 3 zullen niet verder empirisch getest worden.

4.2. Resultaten regressieanalyse

4.2.1. OLS-model

De eerste hypothese wordt getest aan de hand van een OLS-regressie uitgevoerd in Stata. Mogelijke problemen met heteroskedasticiteit in het regressiemodel worden vermeden door de *Robust*-optie te gebruiken in Stata. Tabel 4 toont de resultaten van de regressieanalyse. Scenario 4 wordt weggelaten, omdat dit het basisscenario is waartegen de andere scenario's worden afgezet. De resultaten worden dus steeds bekeken en geïnterpreteerd ten opzichte van scenario 4.

Tabel 4: Regressieresultaten OLS regressie

Variabele	Coëfficiënt	SE	t
<i>Dummy scenario 1</i>	0,0724	0,1011	0,72
<i>Dummy scenario 2</i>	0,3707	0,0904	4,10***
<i>Dummy scenario 3</i>	0,3747	0,0900	4,16***
<i>Geslacht</i>	-0,0497	0,0820	-0,61
<i>Leeftijd</i>	-0,0108	0,0035	-3,13***
<i>Opleidingsniveau</i>	-0,0477	0,0305	-1,56
<i>Constante</i>	2,0303	0,2131	9,53***

$R^2 = 0,18$
 $F = 6,30, p > 0,01$

Afhankelijke variabele = log LTI

$n = 244$

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Aan de hand van bovenstaande regressie wordt nagegaan of de investeringsbereidheid in scenario 1 tot en met 3 verschillend is van de investeringsbereidheid in het basisscenario. Als afhankelijke variabele wordt het logaritme van de LTI gebruikt, om de resultaten eenvoudiger te kunnen interpreteren.

De coëfficiënt van dummy scenario 1 is statistisch niet significant. De investeringsbereidheid in scenario 1 verschilt dus niet significant van de investeringsbereidheid in scenario 4. De bereidheid tot investeren is dus niet hoger voor scenario 1 dan voor scenario 4. De coëfficiënten van de dummy's van scenario 2 en 3 zijn wel statistisch significant op het 1% niveau. De respondenten achten het 37,07% waarschijnlijker dat ze zouden investeren in het familiebedrijf uit scenario 2 dan in dat uit scenario 4. Voor scenario 3 ligt de investeringsbereidheid 37,47% hoger ten opzichte van het

basisscenario. Respondenten lijken dus de voorkeur te geven aan scenario 2 en 3, waarin het familiebedrijf gedeeltelijk, maar niet volledig, geprofessionaliseerd is. Voor een familiebedrijf dat voor 100% geprofessionaliseerd is, ligt de investeringsbereidheid echter niet hoger dan voor een familiebedrijf dat niet geprofessionaliseerd is. Dit biedt ondersteuning voor de eerste hypothese, maar dus slechts tot op een bepaald niveau.

4.2.2. LPM-model

Vervolgens wordt er ook een *Linear probability model* (LPM) gebruikt om hypothese 1 op een alternatieve manier te testen. Mogelijke problemen met heteroskedasticiteit in het LPM-model worden opnieuw vermeden door de *Robust*-optie te gebruiken in Stata. De resultaten van deze regressie zijn weergegeven in Tabel 5.

Tabel 5: Regressieresultaten LPM-model

Variabele	Coëfficiënt	SE	t
<i>Dummy scenario 1</i>	-0,0164	0,0769	-0,21
<i>Dummy scenario 2</i>	0,4918	0,0801	6,14***
<i>Dummy scenario 3</i>	0,4590	0,0804	5,71***
<i>Geslacht</i>	-0,0191	0,0638	-0,30
<i>Leeftijd</i>	-0,0018	0,0025	-0,72
<i>Opleidingsniveau</i>	-0,0497	0,0316	-1,57
<i>Constante</i>	0,4699	0,1797	2,61**
$R^2 = 0,2459$			
$F = 11,86, p < 0,01$			

Afhankelijke variabele = DTI

$n = 244$

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

Opnieuw is de coëfficiënt van dummy scenario 1 statistisch niet significant. De kans dat men zal investeren in scenario 1 is dus niet verschillend van de kans dat men zou investeren in het basisscenario. De coëfficiënten van scenario 2 en 3 zijn wel significant op het 1% niveau en zijn positief. Zo blijkt dat er 49,18% meer kans is dat de respondenten zullen investeren in scenario 2 dan in scenario 4. Ook voor scenario 3 geldt dat er 45,90% meer kans is dat men zal investeren ten opzichte van het basisscenario. Ook hier blijkt dat de respondenten de voorkeur geven aan een familiebedrijf dat gedeeltelijk geprofessionaliseerd is ten opzichte van een familiebedrijf dat niet geprofessionaliseerd is. Opnieuw is de kans dat men zal investeren in een familiebedrijf dat volledig geprofessionaliseerd is niet hoger dan de kans dat men zal investeren in een familiebedrijf dat niet geprofessionaliseerd is. Deze bevindingen komen in grote mate overeen met de resultaten verkregen aan de hand van de OLS-regressie. Hypothese 1 wordt dus ondersteund, maar opnieuw slechts tot op een bepaald niveau.

5. Discussie en conclusie

Familiebedrijven zijn wereldwijd sterk vertegenwoordigd en zetten zeer sterke prestaties neer. Ze maken dus een grote en aantrekkelijke bron van investeringsopportuniteiten uit voor externe investeerders (Dawson, 2011; Schickinger et al., 2018). Echter blijkt dat externe investeerders vaak terughoudend zijn wanneer het gaat over investeren in een familiebedrijf, wat te danken is aan enkele specifieke kenmerken van familiebedrijven (Anderson & Reeb, 2003; Bertrand & Schoar, 2006; Cascino et al., 2010; Granata & Chirico, 2010). In dit artikel wordt daarom onderzocht welke elementen de bereidheid van externe investeerders tot investeren in een familiebedrijf kunnen verhogen. Hierbij wordt aan de hand van een uniek experiment gekeken naar de invloed op die investeringsbereidheid van de aanwezigheid van niet-familiale managers, familieleden met externe werkervaring en familieleden die het familiebedrijf willen verlaten.

5.1. Theoretische implicaties

De bevindingen leveren enkele belangrijke bijdragen aan de literatuur met betrekking tot investeren in familiebedrijven. Als eerste tonen de resultaten aan dat de investeringsbereidheid van externe investeerders hoger zal zijn wanneer er professionele managers aanwezig zijn in het familiebedrijf. Dit wijst er op dat investeerders het belangrijk vinden dat een familiebedrijf reeds (gedeeltelijk) geprofessionaliseerd is (Dawson, 2011; Dyer, 1989). Deze positieve relatie tussen de investeringsbereidheid en de aanwezigheid van niet-familiale managers geldt echter slechts tot op een bepaald niveau. Er wordt empirisch aangetoond dat investeerders niet sneller zouden investeren in een familiebedrijf dat voor 100% geprofessionaliseerd is dan in een familiebedrijf dat niet geprofessionaliseerd is. Wel zijn investeerders eerder geneigd om te investeren in familiebedrijven die over 30% of 60% niet-familiale managers beschikken. Investeerders verkiezen dus familiebedrijven met een aantal niet-familiale managers, wat te wijten zou kunnen zijn aan het feit dat de familie op die manier toont bereid te zijn om autoriteit uit handen te geven en open te staan voor buitenstaanders (Granata & Chirico, 2010). Echter zijn investeerders toch niet geneigd om te investeren in een familiebedrijf dat alleen maar over professionele managers beschikt. Dit toont aan dat investeerders het ook belangrijk vinden dat er ervaren familiale managers in het familiebedrijf aanwezig zijn. Familiale managers zorgen vaak voor stilzwijgende bedrijfsspecifieke kennis (Anderson & Reeb, 2003), waardoor ze door investeerders als waardevol menselijk kapitaal worden gezien (Bertrand & Schoar, 2006). Deze eerste bevinding geeft dan ook een diepgaander inzicht in de voorkeuren van investeerders omtrent de professionalisering van familiebedrijven. Uit de bestaande literatuur blijkt namelijk dat investeerders de voorkeur geven aan familiebedrijven die geprofessionaliseerd zijn (Dawson, 2011; Dyer, 1989; Granata & Chirico, 2010; Lansberg, 1983), maar hierbij wordt er geen optimaal niveau van professionalisering bepaald. Dit onderzoek kan hierbij een aanvulling zijn op de reeds bestaande literatuur. Uit de resultaten blijkt namelijk dat investeerders professionalisering waarderen, maar slechts tot op een bepaald punt.

Daarnaast is uit de resultaten gebleken dat de gemiddelde investeringsbereidheid van scenario 2 en 3 niet ver uit elkaar lag. Deze scenario's omvatten respectievelijk 60% en 30% niet-familiale managers. Het gaat dus over familiebedrijven die gedeeltelijk steunen op familiale managers en gedeeltelijk op niet-familiale managers. Dit kan er op wijzen dat investeerders het gewoonweg belangrijk vinden dat familiebedrijven laten zien dat ze bereid zijn om controle uit handen te geven

en open te zijn naar buitenstaanders toe door niet-familiale managers aan te stellen (Chua et al., 2003; Granata & Chirico, 2010), maar ze er minder om geven hoeveel niet-familiale managers er nu juist in het familiebedrijf aanwezig zijn. Daarnaast is het ook mogelijk dat er juist waarde zit in de combinatie van familiale managers met niet-familiale managers. Professionele managers kunnen nieuwe waarden aanbrengen die een familiebedrijf mist, maar die wel belangrijk zijn om goed te presteren en te overleven als bedrijf (Dyer, 1989). Familiale managers kunnen daarentegen zorgen dat een deel van de familiale waarden, die familiebedrijven zo uniek maken en vaak de reden zijn voor hun superieure prestaties, behouden blijven (Lansberg, 1983; Schein, 1983). Daarnaast kunnen familiale managers de expertise van niet-familiale managers aanvullen met relevante en diepgaande stilzwijgende kennis over het familiebedrijf, die ze vaak bezitten ten gevolge van een vroege betrokkenheid bij het familiebedrijf (Anderson & Reeb, 2003). Dit zijn mogelijke redenen die verklaren waarom investeerders verkiezen om te investeren in een familiaal bedrijf dat gedeeltelijk, en dus niet helemaal, geprofessionaliseerd is.

Als laatste blijkt uit de resultaten dat investeerders nog andere elementen belangrijk vinden wanneer ze een investeringsbeslissing omtrent familiebedrijven moeten maken. Naast de elementen die ze altijd in beschouwing nemen, zoals winstgevendheid en groei van een bedrijf (Dawson, 2006; Dreux, 1990; Wright et al., 2001), hechten ze bij een familiebedrijf ook belang aan de aanwezigheid van familieleden met externe werkervaring en familieleden die bereid zijn hun aandelen te verkopen en het familiebedrijf te verlaten (Dawson, 2011). Bij het maken van een investeringsbeslissing omtrent familiebedrijven, worden er dus andere elementen in beschouwing genomen dan bij een niet-familiebedrijf. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat het voor investeerders vaak moeilijker is om de kwaliteit van het menselijk kapitaal in een familiebedrijf in te schatten (Smart, 1999), omdat er vaak sprake is van nepotisme in familiebedrijven (Schulze et al., 2001; Sonfield & Lussier, 2009). De aanwezigheid van familieleden met externe werkervaring kan dan een signaal zijn voor investeerders van de kwaliteit van het menselijk kapitaal (Dawson, 2011). Daarnaast kan het ook te wijten zijn aan de negatieve visie die investeerders vaak hebben met betrekking tot familiebedrijven. Ten gevolge van altruïsme binnen familiebedrijven, zullen er in de ogen van investeerders specifieke agency kosten ontstaan die eigen zijn aan het familiaal karakter van het bedrijf (Chrisman et al., 2004). Agency kosten zijn volgens investeerders dus te wijten aan een sterke familiale aanwezigheid (Cascino et al., 2010; Gleason et al., 2014), waardoor familieleden die bereid zijn om hun aandelen te verkopen en het familiebedrijf te verlaten de investeringsbereidheid kunnen verhogen.

5.2. Praktische implicaties

De bevindingen uit dit onderzoek leiden ook tot een praktische implicatie. Zo zouden familiebedrijven aangemoedigd moeten worden om gebruik te maken van niet-familiale managers als ze op zoek zijn naar externe investeerders. Familiebedrijven hebben de neiging om voornamelijk te steunen op familieleden bij het invullen van managementposities (Anderson & Reeb, 2003). De resultaten uit dit onderzoek tonen echter aan dat investeerders belang hechten aan enige mate van professionalisering. Om makkelijker externe investeerders aan te kunnen trekken, hetzij voor een externe opvolgingsroute, hetzij om de activiteiten van het bedrijf uit te kunnen breiden, is het dus van belang om naast familiale managers ook professionele managers aan te stellen in het

familiebedrijf (Dyer, 1989). Het is dus van belang om familiebedrijven te stimuleren om meer in te zetten op professionalisering.

5.3. Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Deze studie heeft naast haar bijdragen, ook enkele beperkingen. Deze beperkingen bieden echter interessante routes voor toekomstig onderzoek. Als eerste werd er in dit onderzoek voornamelijk gefocust op de eerste hypothese. Omdat echter uit de literatuur nog twee andere factoren naar boven kwamen die een belangrijke invloed zouden kunnen hebben op de investeringsbeslissing omtrent een familiebedrijf, werd besloten om ook deze elementen mee te nemen in het onderzoek. Deze factoren werden opgenomen in de attributenlijst, maar werden niet uitgebreid empirisch getest. Enkel aan de hand van beschrijvende statistiek werd een eerste voorzichtige uitspraak gedaan met betrekking tot hypothese 2 en 3. In toekomstig onderzoek kan het dan ook interessant zijn om een verdergaand experiment uit te voeren, waarbij men deze factoren gelijktijdig kan laten veranderen en verschillende niveaus van deze factoren tegen elkaar kan afzetten. Op die manier is het mogelijk om een nog diepgaander inzicht te verkrijgen in de beslissing van een investeerder om te investeren in een familiebedrijf.

Een tweede beperking van dit artikel ligt in de samenstelling van de gebruikte sample. In dit onderzoek werden niet enkel investeerders, maar ook studenten opgenomen. Hoewel dit bruikbare inzichten kan opleveren (Hsu et al., 2017), kan toekomstig onderzoek zich beter focussen op ervaren investeerders. Studenten kunnen enkel redeneren aan de hand van de kennis die ze hebben opgedaan in theoretische opleidingsonderdelen. Beroepsinvesteerders zullen meer inzicht kunnen geven in de dynamieken van hun investeringsbeslissing, omdat zij praktijkervaring hebben met het maken van dergelijke beslissingen.

Een derde en laatste beperking ligt in het ontwerp van het onderzoek. Doordat er gewerkt wordt met een *between*-experiment, is het enkel mogelijk om de magnitude van een bepaald attribuut te bepalen. Er kan geen causaliteit worden vastgesteld. In verder onderzoek kan het dan ook interessant zijn om bijvoorbeeld te kijken naar wat nu juist de drijvers zijn van de beslissing om te investeren in een familiebedrijf.

Uit dit onderzoek is gebleken dat professionalisering gewaardeerd wordt door investeerders, maar dat dit slechts geldt tot op een bepaald punt. In toekomstig onderzoek kan men dan ook nagaan tot op welk exact punt deze positieve relatie tussen investeringsbereidheid en professionalisering geldt. Er kan dus verder onderzocht worden wat nu juist het optimale punt van professionalisering is in de ogen van een investeerder met betrekking tot familiebedrijven.

Literatuurlijst

- Aguinis, H., & Bradley, K. J. (2014). Best practice recommendations for designing and implementing experimental vignette methodology studies. *Organizational Research Methods, 17*(4), 351-371.
- Ahuja, G., & Morris Lampert, C. (2001). Entrepreneurship in the large corporation: A longitudinal study of how established firms create breakthrough inventions. *Strategic management journal, 22*(6-7), 521-543.
- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family business review, 21*(4), 315-329. doi:10.1111/j.1741-6248.2008.00132.x
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance, 58*(3), 1301-1328.
- Atzmüller, C., & Steiner, P. M. (2010). Experimental vignette studies in survey research. *Methodology.*
- Becker, G. S. (1974). A theory of social interactions. *Journal of political economy, 82*(6), 1063-1093.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of economic perspectives, 20*(2), 73-96.
- Cascino, S., Pugliese, A., Mussolino, D., & Sansone, C. (2010). The Influence of Family Ownership on the Quality of Accounting Information. *Family business review, 23*(3), 246-265. doi:10.1177/0894486510374302
- Charles, M. A., & Kasilingam, D. R. (2013). Does the investor's age influence their investment behaviour? *Paradigm, 17*(1-2), 11-24.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., & Chang, E. P. (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business research, 60*(10), 1030-1038.
- 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. J., Chua, J. H., & Steier, L. P. (2003). An introduction to theories of family business. In: Citeseer.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (2003). Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers. *Family business review, 16*(2), 89-107.
- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurship Theory and Practice, 28*(4), 355-362.
- Craney, T. A., & Surlles, J. G. (2002). Model-dependent variance inflation factor cutoff values. *Quality Engineering, 14*(3), 391-403.

- Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family business review*, 5(2), 117-136.
- Dawson, A. (2006). *Investigating decision-making criteria of private equity investors in family firms*. Paper presented at the Babson College Entrepreneurship Research Conference (BCERC).
- Dawson, A. (2011). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs. *Journal of business venturing*, 26(2), 189-199.
doi:10.1016/j.jbusvent.2009.05.004
- Dreux, D. R. (1990). Financing family business: Alternatives to selling out or going public. *Family business review*, 3(3), 225-243.
- Dyer, W. G. (1989). Integrating professional management into a family owned business. *Family business review*, 2(3), 221-235.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Embrey, L. L., & Fox, J. J. (1997). Gender differences in the investment decision-making process. *Financial Counseling and Planning*, 8(2), 33-40.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2009). Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments. *Family business review*, 23(1), 60-75.
doi:10.1177/0894486509353419
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 484-503.
- Gleason, K. C., Pennathur, A. K., & Wiggernhorn, J. (2014). Acquisitions of family owned firms: boon or bust? *Journal of Economics and Finance*, 38(2), 269-286.
- Granata, D., & Chirico, F. (2010). Measures of value in acquisitions: Family versus non family firms. In (Vol. 23, pp. 341).
- Hsu, D. K., Simmons, S. A., & Wieland, A. M. (2017). Designing entrepreneurship experiments: A review, typology, and research agenda. *Organizational Research Methods*, 20(3), 379-412.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Lambrecht, J., & Molly, V. (2011). Het economische belang van familiebedrijven in België.
- Lansberg, I. S. (1983). Managing human resources in family firms: The problem of institutional overlap. *Organizational dynamics*, 12(1), 39-46.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2009). Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. *Strategic management journal*, 31(2), 201-223.
doi:10.1002/smj.802
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of management studies*, 45(1), 51-78.
- Nguyen, T., & Schuessler, A. (2012). Investment decisions and socio-demographic characteristics—empirical evidence from Germany. *International Journal of Economics and Finance*, 4(9), 1-12.

- Oswald, S. L., Muse, L. A., & Rutherford, M. W. (2009). The Influence of Large Stake Family Control on Performance: Is It Agency or Entrenchment? *Journal of Small Business Management*, 47(1), 116-135. doi:10.1111/j.1540-627X.2008.00264.x
- Parsons, D. O. (1986). The employment relationship: Job attachment, work effort, and the nature of contracts. *Handbook of labor economics*, 2, 789-848.
- Reger, R. K. (1997). "Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations," by Sydney Finkelstein and Donald C. Hambrick (Book Review). In (Vol. 22, pp. 802). Ada, Ohio, etc: Academy of Management.
- Schein, E. H. (1983). The role of the founder in creating organizational culture. *Organizational dynamics*, 12(1), 13-28.
- Schickinger, A., Leitterstorf, M. P., & Kammerlander, N. (2018). Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. *Journal of family business strategy*, 9(4), 268-292.
- Scholes, L., Wright, M., Westhead, P., Bruining, H., & Kloeckner, O. (2009). Family-firm buyouts, private equity, and strategic change. *The Journal of Private Equity*, 12(2), 7-18.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of business venturing*, 18(4), 473-490.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12(2), 99-116.
- Schweiger, D. M., Sandberg, W. R., & Ragan, J. W. (1986). Group approaches for improving strategic decision making: A comparative analysis of dialectical inquiry, devil's advocacy, and consensus. *Academy of management Journal*, 29(1), 51-71.
- Sharma, P. (2004). An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future. *Family business review*, 17(1), 1-36. doi:10.1111/j.1741-6248.2004.00001.x
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339-358.
- Smart, G. H. (1999). Management assessment methods in venture capital: An empirical analysis of human capital valuation. *The Journal of Private Equity*, 2(3), 29-45.
- Sonfield, M. C., & Lussier, R. N. (2009). Non-family-members in the family business management team: a multinational investigation. *International entrepreneurship and management journal*, 5(4), 395-415. doi:10.1007/s11365-009-0109-4
- Thiele, F. K. (2017). Family businesses and non-family equity: literature review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 67(1), 31-63.
- Vandeput, P. (2021). Hoe actief is de raad van bestuur in uw familiebedrijf? Retrieved from <https://vanhavermaet.be/artikels/familie/familie-en-bedrijf/hoe-actief-is-de-raad-van-bestuur-in-uw-familiebedrijf/#:~:text=Het%20voordeel%20is%20dat%20u,en%20wensen%20van%20uw%20onderneming.&text=Dit%20leidt%20op%20zijn%20beurt,de%20onderneming%20op%20lange%20termijn.>
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of management Journal*, 35(1), 91-121.

Wright, M., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W., & Dial, J. (2001). Finance and management buyouts: agency versus entrepreneurship perspectives. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(3), 239-261.