



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

### **Masterthesis**

#### **Dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven**

#### **Jarno Tielen**

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](http://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***

### ***Dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven***

#### **Jarno Tielen**

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.



## **Voorwoord**

Deze eindverhaling is gericht tot het behalen van de graad Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen: Finance.

Graag wil ik mijn promotor Ine Umans en mijn begeleider Maarten Colson bedanken. Hun begeleiding en feedback doorheen deze studie hebben een aanzienlijk grote rol gespeeld in de totstandkoming van dit onderzoek.

Tot slot wil ik ook mijn moeder en mijn vriendin bedanken voor hun steun gedurende mijn opleiding. Dankzij hen heb ik deze masterproef en mijn opleiding tot Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen kunnen voltooien.

Jarno Tielen  
Tongeren, mei 2021



## Samenvatting

Uit de academische literatuur blijkt dat familiebedrijven beïnvloed worden door zowel economische als niet-economische overwegingen. Deze niet-economische overwegingen vloeien voort uit het feit dat de familieleden en werknemers van het familiebedrijf zich sterker identificeren met de identiteit van het bedrijf (Berrone et al., 2012; Dyer & Whetten, 2006). Daarnaast kunnen deze niet-economische overwegingen ervoor zorgen dat familiebedrijven anders functioneren dan niet-familiebedrijven. Een gebied waarin zij mogelijk anders functioneren is hun dividendbeleid. Daarentoent is er echter geen overeenkomst in de literatuur, aangezien er zowel studies zijn die aantonen dat familiebedrijven hogere dividenden uitkeren (zie bv Isakov & Weisskopf, 2015; Lau & Block, 2014; Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja, 2010; Setia-Atmaja et al., 2009) als studies die aantonen dat niet-familiebedrijven hogere dividenden uitkeren (zie bv Gugler, 2003; Wei et al., 2011). In die context vormt dit artikel een aanvulling op het debat inzake het verschil in dividendbeleid en onderzoekt dit hoe, en of familiebezit een invloed heeft op het dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Dat er een verschil bestaat in dividendbeleid is mogelijk te wijten aan zowel *agency* conflicten als het *socioemotional wealth* (SEW)-effect. Dat effect verwijst naar het geheel van waarden die een familie ontleent aan haar eigendomspositie in een bedrijf (Berrone et al., 2012; Gómez-Mejía et al., 2007, 2010) en is tevens een belangrijke hefboom die de uitbetalingsbeslissingen van familiebedrijven kan beïnvloeden.

Vertrekkend vanuit de *agency theory* kan het zijn dat familiebedrijven zowel een grotere kans hebben op dividenden als een hoger dividend uitkeren als een stabiel dividendbeleid voeren. Dat komt omdat zij de heersende *agency* conflicten trachten te beperken. Deze conflicten zijn niet de klassieke *agency* conflicten, maar de conflicten inzake minderheids- en meerderheidsaandeelhouders. Familiebedrijven worden vaker geconfronteerd met deze conflicten aangezien eigenaren en managers vaak dezelfde personen zijn binnen het familiebedrijf (Gugler, 2003). Dit zorgt ervoor dat de eigenaren zowel direct als indirect betrokken zijn bij de managementactiviteiten, waardoor de klassieke *agency* conflicten automatisch worden verminderd. Daarnaast kan het zijn dat familiebedrijven eerder geneigd zijn een dividend uit te keren omdat zij vrezen dat een slechte bedrijfsreputatie de goede familienaam kan beschadigen (Berrone et al., 2012; Dyer & Whetten, 2006).

De SEW-effecten kunnen ook in verband staan met de kans op een dividend, de hoogte van het dividend en de stabiliteit ervan. Enerzijds kunnen deze effecten negatief in verband staan met het dividendbeleid. Dat komt omdat de eigenaarsfamilie prefereert om haar investeringsbeslissingen te financieren met interne kasstromen, waardoor er minder beschikbaar is voor dividenden. Deze keuze vloeit voort uit het feit dat de eigenaarsfamilie de controle wil behouden en bijgevolg terughoudend is in het gebruik van externe financiering. Anderzijds kunnen SEW-overwegingen positief in verband staan met het dividendbeleid. Het betreft dan overwegingen inzake de intergenerationele overdracht en de zorg voor het welzijn van de familie, wat wijst op een langetermijnvisie binnen het bedrijf. Dividendbetalingen liggen in lijn met deze visie aangezien



dividenden bedrijven in staat stellen om op lange termijn geld uit te keren aan de aandeelhouders (Deslandes et al., 2016).

De gebruikte gegevens in dit artikel zijn afkomstig van de online databank Bel-first, die ter beschikking wordt gesteld door Bureau van Dijk. Deze databank bevat naast uitgebreide informatie inzake Belgische ondernemingen die een neerleggingsplicht van jaarrekeningen hebben bij de Nationale Bank van België ook informatie over Luxemburgse ondernemingen en andere entiteiten waaronder eenmanszaken en verenigingen zonder winstoogmerk. De dataset bestaat uit 120 actieve Belgische beursgenoteerde bedrijven, waarvan 59 familiebedrijven en 61 niet-familiebedrijven.

Uit het onderzoek blijkt dat er enkel een significant verschil is inzake de stabiliteit van het dividend van familiebedrijven. Familiebedrijven keren namelijk een stabiel dividend uit dan niet-familiebedrijven, wat vanuit zowel een *agency*-perspectief als vanuit de SEW-overwegingen kan worden verklaard. Allereerst kan vanuit een *agency*-perspectief worden gesteld dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven het dividend stabiliseren omdat het een mechanisme is dat het onteigeningsrisico van minderheidsaandeelhouders vermindert. Daarnaast streven Belgische beursgenoteerde familiebedrijven een eerlijke behandeling van deze aandeelhouders na (Pindado et al., 2012), waardoor zij een goede reputatie opbouwen bij minderheidsaandeelhouders (Setia-Atmaja et al., 2009; Yoshikawa & Rasheed, 2010). Een tweede verklaring, die in lijn ligt met de *agency theory*, heeft te maken met de SEW-overwegingen. Vanuit deze overwegingen kan worden gesteld dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven de familieleden willen voorzien van een stabiele inkomstenbron. Dit heeft als voordeel dat het onteigeningsrisico van minderheidsaandeelhouders wordt beperkt, wat op zijn beurt de reputatie van de onderneming en de familie in stand houdt.

Deze conclusies hebben een praktische invloed op beleggers omdat ze suggereren dat er geen significant verschil is tussen de kans en de hoogte van de dividenden van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Wanneer deze beleggers geïnteresseerd zijn in het ontvangen van stabiele dividenden, zouden ze moeten overwegen om te investeren in familiebedrijven. Voor familiebedrijven zelf suggereert dit onderzoek dat zij dividenden zouden moeten uitkeren als een manier om de onteigening van minderheidsaandeelhouders en de kans op conflicten tussen familieleden met verschillende belangen in het bedrijf te verminderen. Op die manier is het mogelijk dat de controlerende familie op lange termijn meer investeerders aantrekt.

Er hangen echter beperkingen vast aan dit artikel. Net zoals bij de andere studies omtrent dividendbeleid bij familie- en niet-familiebedrijven worden de resultaten beïnvloed door de definitie van een familiebedrijf (Mazzi, 2011). De drempel van 20% voor stemrecht, zoals opgenomen in de definitie, geeft aan dat de familie een significante invloed heeft inzake de strategische beslissingen. Bijgevolg kunnen SEW-overwegingen belangrijk zijn. Net zoals in andere studies op dit gebied (bv. Chrisman & Patel, 2012; Deslandes et al., 2016; Gómez-Mejía et al., 2007), wordt familiecontrole gebruikt als een proxy die deze onderliggende SEW-overwegingen bevat. Het belang van deze SEW-overwegingen kan echter sterk afhangen van de familiebedrijven en hun leden (Berrone et al., 2012).

Aangezien deze studie is gevoerd in Belgische context, kan omwille van de culturele verschillen, het resultaat niet veralgemeend worden (Hofstede, 2016). Verder werd het artikel beperkt tot de jaren 2015-2018 aangezien nog niet alle ondernemingen hun jaarrekening van 2019

hadden gepubliceerd op het moment van de dataverzameling. Bijgevolg is de impact van de Coronacrisis uitgesloten.



## **Inhoudsopgave**

1. Inleiding .....	1
2. Theorie en hypothese-ontwikkeling .....	3
2.1 Familiebedrijven en de dividendbeslissing .....	4
2.2 Familiebedrijven en het dividend .....	5
2.3 Familiebedrijven en dividend smoothing .....	6
3. Onderzoeksmethode.....	8
3.1 Dataset .....	8
3.2 Variabelen .....	9
3.2.1 Afhankelijke variabelen .....	9
3.2.2 Onafhankelijke variabelen .....	9
3.2.3 Controle variabelen.....	9
3.3 Methodologie.....	10
4. Resultaten.....	10
4.1 Beschrijvende analyses .....	10
4.2 Hypothesetesten.....	12
5. Discussie en conclusie .....	13
6. Literatuurlijst.....	16



# Dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en niet- familiebedrijven



**Tielen Jarno**

Faculteit BEW, masterproef TEW – Finance, Universiteit Hasselt

Academiejaar 2020-2021

Onder toezicht van promotor Dr. Ine Umans

Onder toezicht van begeleider meneer Maarten Colson

## **Abstract**

Deze studie vergelijkt het dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde familie- en niet-familiebedrijven. De steekproef bestaat uit een panel-dataset die gegevens van 120 Belgische beursgenoteerde bedrijven bevat over een periode van 2015 tot 2018. Uit de resultaten blijkt dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven een stabiel dividend uitkeren in vergelijking met Belgische beursgenoteerde niet-familiebedrijven.

Keywords: Beursgenoteerde Belgische bedrijven, Dividendbeleid, *Agency theory*, *Socioemotional wealth*

---

## **1. Inleiding**

Uit de statistieken van de Nationale Bank van België blijkt dat Belgische gezinnen in het eerste kwartaal van 2020 3,5 miljard euro hebben geïnvesteerd in de beursgenoteerde aandelenmarkt (NBB, 2021; NBB Statistieken, 2020; Vervenne, 2020). De bedrijven in deze markt kunnen ervoor kiezen hun winst te herinvesteren in het bedrijf of uit te keren aan de aandeelhouders in de vorm van een dividend. In dit artikel zal er uitsluitend gefocust worden op de tweede keuze, het dividend, omdat deze een signaalfunctie heeft die informatieasymmetrie wegwerkt (Bernstein, 1996). Zo kan een hoog dividend er op wijzen dat er mooie toekomstperspectieven op komst zijn (Nissim & Ziv, 2001).

Uit de academische literatuur is gebleken dat familiebedrijven beïnvloed worden door zowel economische als niet-economische overwegingen waardoor zij anders kunnen functioneren dan niet-familiebedrijven. Gómez-Mejía et al. (2007) stellen het concept van *socioemotional wealth* (SEW) voor om die verschillen in functionaliteit van familie- en niet-familiebedrijven te verklaren. SEW omvat de familiale behoeften die familie-eigenaren ontleen uit de niet-economische aspecten van

het bedrijf, waaronder bijvoorbeeld de verbondenheid van de familienaam met het bedrijf, de emotionele verbondenheid met het bedrijf enzovoort. (Gómez-Mejía et al., 2007). De invloeden van deze niet-economische overwegingen kunnen zorgen voor verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Eén van die verschillen zit volgens Deslandes et al. (2016) in de financiële beslissingen, inclusief het dividendbeleid, van zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven.

Aangezien de *agency theory* stelt dat de waarde van een bedrijf niet kan worden gemaximaliseerd wanneer er onvoldoende mechanismen zijn om de managers – de agenten – ervan te weerhouden om in hun eigenbelang te handelen in plaats van het belang van de aandeelhouders – de principalen – (Tan, 2014), vertrekt dit onderzoek vanuit een *agency*-perspectief. Binnen de *agency theory* worden dividenden als een mechanisme beschouwd die het risico van vermogensonteigening van de minderheidsaandeelhouders tracht te beperken (Chang et al., 2016). Dat risico is hoger in familiebedrijven dan in niet-familiebedrijven (Deslandes et al., 2016). De studies die het dividendbeleid vergelijken op basis van de *agency theory* hebben echter geen eenduidig resultaat weergegeven; volgens sommige studies keren familiebedrijven hogere dividenden uit (Isakov & Weisskopf, 2015; Lau & Block, 2014; Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja, 2010; Setia-Atmaja et al., 2009), terwijl andere studies beweren dat niet-familiebedrijven hogere dividenden uitkeren (Gugler, 2003; Wei et al., 2011). Een mogelijk verschil kan liggen in de stabiliteit van het dividend, aangezien dit slechts in enkele studies in acht werd genomen. Daarnaast werd in voornoemde artikelen het SEW-effect achterwege gelaten. Dit effect beïnvloedt de zakelijke besluitvorming van het bedrijf aangezien één van de taken van een familiebedrijf is om de SEW in stand te houden en te vergroten. Met andere woorden, beslissingen die onprofessioneel lijken voor externen, zoals bijvoorbeeld het aanstellen van een onervaren familielid als CEO van het bedrijf, kunnen logisch zijn voor de familie-eigenaren omdat deze niet-financiële voordelen opleveren (Kalm & Gomez-Mejia, 2016). Bijgevolg is het SEW-effect een belangrijke hefboom die de uitbetalingsbeslissingen van familiebedrijven kan beïnvloeden en zou dit effect een mogelijke verklaring kunnen zijn voor de gemengde resultaten van eerdere onderzoeken.

De resultaten van dit artikel tonen aan dat de kans op een dividend van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en de hoogte ervan niet significant verschillend is van die van niet-familiebedrijven. Verder wordt er bevestigd dat familiebedrijven een stabiel dividendbeleid voeren.

Dit artikel onderzoekt hoe, en of familiebezit invloed heeft op het dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde bedrijven. De keuze voor deze bedrijven vloeit voort uit het feit dat familiebedrijven een belangrijke component van de Belgische economie vormen (Lambrecht & Molly, 2011). Het artikel maakt daarnaast theoretische argumenten over de impact van *agency* conflicten en SEW in familiebedrijven op het dividendbeleid. Het is tevens, naar weten van de auteur, de eerste studie naar het dividendbeleid van beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven in België en vormt het een aanvulling op de literaire discussie inzake het dividendbeleid.

Het artikel is als volgt gestructureerd. Hoofdstuk 2 bespreekt de theoretische ontwikkelingen en de hypothesen. De onderzoeksmethode wordt besproken in hoofdstuk 3. Hoofdstuk 4 geeft de empirische resultaten weer, die in hoofdstuk 5 worden besproken. De conclusies en aanbevelingen naar verder onderzoek worden ook in datzelfde hoofdstuk besproken.

## 2. Theorie en hypothese-ontwikkeling

In de financiële literatuur wordt de vrije kasstroom, gedefinieerd als de kasstroom boven het niveau dat nodig is om winstgevendende investeringen te financieren, beschouwd als de basis van bedrijfsuitkeringen (Deslandes et al., 2016). Het uitkeren van deze vrije kasstromen om de welvaart van investeerders te maximaliseren, is volgens DeAngelo et al. (2006) de methode die het uitbetalingsbeleid van bedrijven ondersteunt. Dat komt omdat dividendbetalingen afhangen van de leeftijd van een bedrijf (DeAngelo et al., 2006).

Op basis van de *agency theory* onderzoeken de meeste studies de belangrijke determinanten van dividenden en hoe de eigendomsstructuur van een bedrijf de dividendbetaling kan beïnvloeden (Barclay et al., 2009; Farinha, 2003). Voorafgaand onderzoek heeft zich vooral gericht op de klassieke principaal-agenttheorie, die vooral van toepassing is op een Angelsaksische omgeving (Pindado et al., 2012). In dat verband wordt in een deel van de literatuur onderzocht hoe bestuurlijke verankering zich verhoudt tot het dividendbeleid (Hu & Kumar, 2004). Voor landen buiten de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk is het belangrijkste probleem van de *agency theory* de onteigening van het vermogen van minderheidsaandeelhouders door meerderheidsaandeelhouders (Cronqvist & Nilsson, 2003; Shleifer & Vishny, 1997). Belangenconflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders zijn inderdaad bijzonder relevant binnen familiebedrijven (Maury, 2006; Villalonga & Amit, 2006). In die context kunnen eigenarenfamilies dividenden gebruiken om eventuele zorgen over de onteigening van overige aandeelhouders te verminderen en gaan sterkere rechten van minderheidsaandeelhouders gepaard met een hogere dividenduitkering aangezien deze aandeelhouders druk uitoefenen om geld te ontginnen (La Porta et al., 2000). Echter, gezien het feit dat de familie zeggenschap heeft over bedrijven met zowel potentiële voordelen als kosten (Anderson & Reeb, 2003), is het *a priori* niet duidelijk of familie-zeggenschap en dividenden positief of negatief met elkaar in verband staan. Dat het op voorhand niet duidelijk is, blijkt ook uit de bestaande studies over dividenden. Zo rapporteerden Setia-Amatja et al. (2009), Setia-Amatja (2010) voor een steekproef van Australische bedrijven, Pindado et al. (2012) voor een steekproef van bedrijven in de eurozone, Lau & Block (2014) voor familiebedrijven binnen S&P500 en Isakov en Weisskopf (2015) voor Zwitserse bedrijven allemaal hogere dividenduitkeringen. Er zijn echter studies, zoals die van Gugler (2003) voor een steekproef van Oostenrijkse bedrijven en Wei et al. (2011) voor een steekproef van Chinese bedrijven die melden dat familiebedrijven lagere dividenden uitkeren.

Deze studies laten de familiale belangen als drijfveren in de strategische beslissingen van familiebedrijven achterwege. Koropp et al. (2014) stellen dat familiebedrijven in veel opzichten verschillen van niet-familiebedrijven en dat deze belangen bijgevolg wel moeten worden meegewogen in de financiële besluitvorming van familiebedrijven. Eén van deze verschillen zit in hun SEW-overwegingen. SEW omvat de volgende dimensies: controle en invloed van de familie over het bedrijf, de wens om het bedrijf over te dragen aan toekomstige generaties, de wens om te zorgen voor het welzijn van de familie, de identificatie van familieleden met het bedrijf en het behoud van het sociale kapitaal van de familie (Berrone et al., 2012; Chrisman & Patel, 2012; Gómez-Mejía et al., 2007; Zellweger et al., 2011). Deze SEW-overwegingen kunnen ertoe leiden dat familiebedrijven aanzienlijk afwijken van niet-familiebedrijven inzake hun strategische beslissingen, inclusief financiële beslissingen zoals dividenden (Gómez-Mejía et al., 2007).



### 2.1 Familiebedrijven en de dividendbeslissing

Beursgenoteerde familiebedrijven worden met de *agency* conflicten inzake minderheids- en meerderheidsaandeelhouders geconfronteerd, omdat de controlerende familieleden vaak zelf een hoge functie hebben binnen het bedrijf (Anderson & Reeb, 2003). Dit kan ertoe leiden dat zij zich in een positie bevinden om projecten te kiezen voor persoonlijke winst in plaats van de projecten die de bedrijfswaarde maximaliseren. In die context zal het uitkeren van een dividend de vrije kasstromen verminderen, waardoor het beschouwd wordt als een effectieve manier om voorgaande *agency* conflicten te mitigeren (Lau & Block, 2014).

Daarnaast heersen er, naast de *agency* conflicten tussen minderheids- en meerderheidsaandeelhouders, ook enkele SEW-aspecten binnen beursgenoteerde familiebedrijven.

Allereerst heerst er de wens om te zorgen voor het welzijn van de familie, wat neerkomt op het feit dat beursgenoteerde familiebedrijven de familieleden een stabiele inkomstenbron willen bieden (Deslandes et al., 2016). Een mogelijk gevolg van deze overweging is dat beursgenoteerde familiebedrijven frequenter dividenden uitkeren, omdat het portfolio van de familie minder gediversifieerd is dan die van overige investeerders (Isakov & Weisskopf, 2015; Setia-Atmaja, 2010). Dat hun portfolio minder gediversifieerd is, vloeit voort uit het feit dat hun beleggingen langetermijninvesteringen – i.e. het familiebedrijf – omvatten, die bestemd zijn voor nakomelingen en bijgevolg niet worden verkocht (Berrone et al., 2012). De beslissing van een beursgenoteerd familiebedrijf om (een deel van) de vrije kasstroom uit te keren als dividend, wordt dus beïnvloed door de noodzaak om de kosten van het levensonderhoud van de familie te dekken.

Tevens heersen er twee andere SEW-dimensies die nauw verwant zijn aan elkaar, namelijk de identificatie met het bedrijf en het behoud van familiaal sociaal kapitaal – i.e. de reputatie –, die ook invloed zouden moeten hebben op de dividendbeslissing van beursgenoteerde familiebedrijven (Deslandes et al., 2016). Wanneer we kijken naar de identificatie met het bedrijf kan er gesteld worden dat binnen familiebedrijven, in vergelijking met niet-familiebedrijven, er een sterkere identificatie met het bedrijf heerst (Berrone et al., 2012; Dyer & Whetten, 2006). Ondanks dat alle beursgenoteerde bedrijven zich zorgen moeten maken over hun reputatie (Unerman, 2008), kunnen familiebedrijven, door de sterkere identificatie, meer stimulansen krijgen om een goede naam te behouden (Berrone et al., 2012). Deze sterkere identificatie zorgt er tevens voor dat zowel interne als externe *stakeholders* het familiebedrijf zien als een verlengstuk van de eigenaarsfamilie zelf. Het gevolg hiervan is dat de familieleden vrezen dat een slechte bedrijfsreputatie de goede familienaam kan beschadigen (Berrone et al., 2012; Dyer & Whetten, 2006). Om een goede reputatie te behouden en elke mogelijke mate van reputatieschade te vermijden, zijn familiebedrijven bezorgd over hun minderheidsaandeelhouders en zijn ze geneigd tot dividendbetalingen (Deslandes et al., 2016). In dat geval ligt de SEW-theorie in lijn met de *agency theory* omtrent minderheids- en meerderheidsaandeelhouders, die dividenden beschouwt als een effectief mechanisme om de onteigening van minderheidsaandeelhouders te beperken en bijgevolg de eigenaarsfamilie in staat stelt hun goede reputatie te behouden (Isakov & Weisskopf, 2015; Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja et al., 2009). Deze SEW-overwegingen zouden beursgenoteerde familiebedrijven kunnen verplichten om beslissingen inzake strategie te nemen, zoals bijvoorbeeld op het gebied van dividenden, die mogelijk niet worden gedragen door een economische rationaliteit.

De heersende *agency* conflicten tussen minderheids- en meerderheidsaandeelhouders en de genoemde SEW-overwegingen kunnen ertoe leiden dat beursgenoteerde familiebedrijven vaker een dividend uitkeren. Dat brengt ons bij de eerste hypothese van dit artikel, die als volgt is geformuleerd:

Hypothese 1: De kans op dividenden is groter in Belgische beursgenoteerde familiebedrijven dan in Belgische beursgenoteerde niet-familiebedrijven.

## 2.2 Familiebedrijven en het dividend

Zoals reeds vermeld, heerst er binnen beursgenoteerde familiebedrijven de vrees dat een slechte bedrijfsreputatie de goede familienaam kan beschadigen (Berrone et al., 2012; Dyer & Whetten, 2006).

In die zin kan familiecontrole, vanuit een *agency*-perspectief, worden beschouwd als een alternatief voor het dividend (Chen et al., 2010). Voorgaande vrees zorgt er namelijk voor dat de eigenaarsfamilies van beursgenoteerde familiebedrijven geen intern kapitaal willen verspillen aan onrendabele projecten (Pindado et al. 2012). Dit is in lijn met Jensen (1986) die stelt dat de *agency* conflicten omtrent de vrije kasstromen lager zijn in familiebedrijven en met Gugler (2003), die aantoonde dat beursgenoteerde familiebedrijven lagere dividenden uitkeren dan beursgenoteerde niet-familiebedrijven in Oostenrijk. Gugler (2003) stelt dat de minder ernstige *agency* conflicten de reden zijn waarom Oostenrijkse familiebedrijven lagere dividenden uitkeren. Dat komt omdat de bedrijfsleiders en de aandeelhouders in familiebedrijven ofwel (i) dezelfde personen zijn, waardoor zij (bijna) alle kosten en baten dragen van hun handelingen, ofwel (ii) de grootste aandeelhouder zijn, waardoor zij voldoende stimulansen en mogelijkheden hebben om een efficiënt controlebeleid te voeren.

Familiecontrole kan in bepaalde situaties echter ook samenhangen met het *managerial entrenchment*-effect (Anderson, Duru, & Reeb, 2009). Deze term wordt gebruikt om een situatie te beschrijven waarin managers hun positie gebruiken om te handelen op een manier die alleen hen zelf ten goede komt en niet de aandeelhouders (Berger et al., 1997). Bij familiebedrijven kan dit duiden op de mogelijkheid dat de meerderheidsaandeelhouders, die vaak een hoge positie hebben in het bedrijf, projecten kiezen voor persoonlijke winst in plaats van projecten die de bedrijfswaarde maximaliseren en zo de minderheidsaandeelhouders onteigenen (Anderson et al., 2009; Anderson & Reeb, 2003). Hu & Kumar (2004) tonen aan dat in de VS de hoogte van het dividend positief gerelateerd is aan de factoren die het *managerial entrenchment*-effect vergroten. Wanneer familiebedrijven familiecontrole enerzijds zien als een mechanisme om minderheidsaandeelhouders te belonen en anderzijds om de onteigening in te perken, kan er geconcludeerd worden dat familiecontrole een positieve invloed heeft op de hoogte van het dividend (Faccio et al., 2001).

Net zoals de *agency*-conflicten inzake familiecontrole kunnen ook de SEW-overwegingen inzake familiecontrole op twee manieren invloed hebben op de hoogte van de dividendbetaling. Enerzijds hebben deze overwegingen invloed op de investerings- en financieringsbeslissingen van familiebedrijven (Deslandes et al., 2016). Zo gebruiken familiebedrijven bijvoorbeeld interne kasstromen of verhogen ze hun schuldfinanciering om hun investeringsbeslissingen te financieren

(Chrisman & Patel, 2012), aangezien deze methoden zorgen voor een behoud van controle (Romano et al., 2001). Omdat familiebedrijven controle willen behouden, zijn zij terughoudend in het gebruik van externe financiering. De achterliggende reden is dat zij het gevoel hebben dat dit de controle over het bedrijf zou kunnen belemmeren (Gallo et al., 2004). Het gevolg van deze terughoudendheid is dat familiebedrijven de vrije kasstromen gebruiken om investeringen te financieren, waardoor er minder beschikbaar is voor dividenden (Deslandes et al., 2016).

Anderzijds duiden de SEW-overwegingen inzake de intergenerationele overdracht en de zorg voor het welzijn van de familie op een langetermijnvisie binnen het bedrijf. Dit langetermijnperspectief motiveert de familie niet alleen om het bedrijf te laten groeien en te versterken, maar om het ook te voorzien van een goede financiële basis voor de volgende generaties (Gómez-Mejía et al., 2007). Zo kan de overweging inzake de intergenerationele overdracht ertoe leiden dat familiebedrijven zich richten op investeringen gericht aan toekomstige generaties, die een langetermijnrendement meedragen. Dividendbetalingen liggen in lijn met dit langetermijnperspectief aangezien dividenden bedrijven in staat stellen om op lange termijn geld uit te keren aan de aandeelhouders (Deslandes et al., 2016). Daarenboven hebben dividendbetalingen het voordeel dat zij de onteigening van minderheidsaandeelhouders beperken, wat op zijn beurt de reputatie van de onderneming en de familie in stand houdt (Deslandes et al., 2016; Isakov & Weisskopf, 2015; Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja et al., 2009).

Uit de bovenstaande discussie kan worden gesteld dat uit verschillende overwegingen inzake *agency* conflicten, het *managerial entrenchment*-effect en SEW blijkt dat familiebedrijven hogere dividenden uitkeren omdat zij de *agency* conflicten inzake minderheids- en meerderheidsaandeelhouders trachten te beperken en omdat ze hun reputatie in stand willen houden. Dat brengt ons tot de tweede hypothese van dit artikel, die als volgt wordt geformuleerd:

Hypothese 2: Onder dividendbetalers keren Belgische beursgenoteerde familiebedrijven een hoger dividend uit dan Belgische beursgenoteerde niet-familiebedrijven.

### 2.3 Familiebedrijven en dividend smoothing

Uit eerder onderzoek blijkt dat de stabiliteit van het dividend, oftewel dividend *smoothing*, beïnvloed wordt door de *agency* conflicten die gepaard gaan met de kapitaalstructuur (Michaely & Roberts, 2012). Sinds het werk van Lintner (1956) worden eerdere dividendniveaus aanvaard als belangrijke determinanten van de huidige dividenduitkering. Aan deze dividenduitkering hechten aandeelhouders heel wat waarde, waardoor bedrijven gewoonlijk terughoudend zijn om dividenden te verlagen wanneer ze eenmaal een dividendbetaler zijn (Brav et al., 2005). Zoals eerder vermeld wordt de stabiliteit bepaald door de mate van *agency* conflicten die gepaard gaan met de verschillende eigendomsstructuren (Michaely & Roberts, 2012). Concreet wil dit zeggen dat er een kleinere kans bestaat dat dividenduitkeringen een stabiel karakter vertonen wanneer er zich minder *agency* conflicten voordoen (Gugler, 2003; Leary & Michaely, 2011).

Familiebedrijven worden echter niet gekenmerkt door de klassieke *agency* conflicten, maar wel door *agency* conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders (Faccio et al., 2001;

Yoshikawa & Rasheed, 2010). Het feit dat familiebedrijven niet gekenmerkt worden door klassieke belangenconflicten kan verklaard worden doordat eigenaren en managers vaak dezelfde personen zijn binnen het familiebedrijf (Gugler, 2003). Bijgevolg zijn de eigenaren zowel direct als indirect betrokken bij de managementactiviteiten van het bedrijf, waardoor de klassieke *agency* conflicten automatisch worden verminderd (Deslandes et al., 2016). Waarom familiebedrijven wel gekenmerkt worden door *agency* conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders is te verklaren door het onteigeningsrisico (Mishra, 2011). Het onteigeningsrisico van het vermogen van die minderheidsaandeelhouders is volgens Shyu & Lee (2009) de grootste potentiële kost die wordt toegeschreven aan familiecontrole. Indien familiebedrijven het dividend gebruiken als mechanisme om het onteigeningsrisico van minderheidsaandeelhouders te verminderen en bijgevolg een eerlijke behandeling van minderheidsaandeelhouders nastreven zullen familiebedrijven stabielere dividenden uitkeren (Pindado et al., 2012). Bovendien slagen familiebedrijven er dan ook in om een goede reputatie op te bouwen bij deze aandeelhouders (Setia-Atmaja et al., 2009; Yoshikawa & Rasheed, 2010).

De empirische studie van Leary en Michaely (2011) ondersteunt het standpunt dat familiebedrijven vermoedelijk een grotere kans hebben op een stabiel dividend. Zij tonen aan dat het hanteren van een stabiel dividend de *agency* kosten van de FCF beperkt. Het voeren van een stabiel dividendbeleid komt neer op het feit dat deze bedrijven een lagere aanpassingssnelheid vertonen inzake de richting van hun dividenddoelstelling (Leary en Michaely 2011). Het is namelijk mogelijk dat familiebedrijven de voorkeur geven zich langzamer aan te passen om zo te voorkomen dat ze zonder kapitaal komen te zitten om toekomstige investeringen te financieren.

Niet alleen de *agency* conflicten, maar ook de SEW-overwegingen spelen een rol op de stabiliteit van het dividend (Zellweger et al., 2011). Zoals reeds vermeld in het artikel, is de wens om het bedrijf over te dragen aan toekomstige generaties een belangrijke SEW-overweging (Gómez-Mejía et al., 2007) en kunnen doelstellingen inzake die overdracht ertoe leiden dat familiebedrijven zich focussen op investeringen die een rendement opleveren aan toekomstige generaties (Chrisman & Patel, 2012). Aangezien familiebedrijven opteren om deze investeringen te financieren met ofwel interne kasstromen ofwel via schuldfinanciering (Chrisman & Patel, 2012; Zhang et al., 2012), zal dit leiden tot een behoud van controle (Romano et al., 2001). Het gebruik van interne kasstromen als financieringsmethode zorgt echter voor een afname van de vrije kasstromen, waardoor er minder beschikbaar is voor dividenden (Deslandes et al., 2016). Tevens wijst deze overweging op een langetermijnperspectief en liggen dividendbetalingen hiermee in lijn, waardoor het mogelijk is dat familiebedrijven stabielere dividenden uitkeren (Deslandes et al., 2016). Deze stabielere dividendbetalingen stellen hen in staat om op lange termijn geld uit te keren aan de aandeelhouders en hebben het voordeel dat zij de onteigening van minderheidsaandeelhouders beperken, wat op zijn beurt de reputatie van de onderneming en de familie in stand houdt (Deslandes et al., 2016; Isakov & Weisskopf, 2015; Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja et al., 2009). In dat geval liggen de SEW-overwegingen en de *agency theory* in lijn met elkaar en worden dividenden beschouwd als een mechanisme om het onteigeningsrisico van minderheidsaandeelhouders te beperken en bijgevolg de goede reputatie in stand te houden. (Isakov & Weisskopf, 2015; Pindado et al., 2012; Setia-Atmaja et al., 2009).

Samenvattend kan worden gesteld dat uit de verschillende overwegingen inzake *agency theory* en SEW-theorie blijkt dat familiebedrijven een stabiel dividend hanteren om de bestaande belangenconflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders te beperken. Daarnaast zorgt het stabiel houden van het dividend ervoor dat toekomstige investeringen niet in het gedrang komen. Dat brengt ons bij de derde hypothese van dit artikel:

Hypothese 3: Belgische beursgenoteerde familiebedrijven betalen een stabiel dividend dan Belgische beursgenoteerde niet-familiebedrijven.

### **3. Onderzoeksmethode**

#### 3.1 Dataset

De gebruikte gegevens in dit artikel zijn afkomstig van de online databank Bel-first, die ter beschikking wordt gesteld door Bureau van Dijk. Deze databank bevat naast uitgebreide informatie inzake Belgische ondernemingen die een neerleggingsplicht van jaarrekeningen hebben bij de Nationale Bank van België ook informatie over Luxemburgse ondernemingen en andere entiteiten waaronder eenmanszaken en verenigingen zonder winstoogmerk.

Dit artikel focust zich op de actieve beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven in België. Bijgevolg zal er een onderscheid worden gemaakt tussen niet-familiebedrijven en familiebedrijven. In dit artikel worden bedrijven als familiebedrijven beschouwd wanneer zij zichzelf als familiebedrijf beschouwen (Westhead & Cowling, 1998) en/of wanneer minstens 20% van de aandelen van het bedrijf in handen zijn van één of meerdere familieleden (Isakov & Weisskopf, 2015; Villalonga & Amit, 2006). Hoewel die drempel van 20% laag kan lijken, bestaat er volgens Isakov & Weisskopf (2015) een algemeen aanvaarde opvatting die stelt dat in de meeste ondernemingen 20% voldoende is om invloed uit te oefenen op het beleid van de onderneming, waaronder uitbetalingsbeslissingen. Dat komt omdat, algemeen gezien, de aanwezigheid op de jaarvergaderingen gering is.

Dit leidde tot een sample van 120 actieve Belgische beursgenoteerde bedrijven, waarvan 59 familiebedrijven en 61 niet-familiebedrijven. Om de betrouwbaarheid van het onderzoek te vergroten, is er gekozen om te werken met panel data aangezien de dividenddoelstelling ook afhangt van niet-waarneembare bedrijfskenmerken die constant blijven in de tijd (Pindado et al., 2012). Hiervoor zijn de jaarverslagen van vier opeenvolgende boekjaren geanalyseerd. Meer specifiek betreft het de boekjaren 2015 tot en met 2018. Het eindpunt van boekjaar 2018 is gekozen omdat nog niet alle jaarverslagen van 2019 beschikbaar waren op het moment van de dataverzameling.

### 3.2 Variabelen

#### 3.2.1 Afhankelijke variabelen

De eerste afhankelijke variabele betreft het besluit om al dan niet een dividend te betalen, Pay\_Div. Het is een dummyvariabele die de waarde "1" krijgt wanneer er een dividend wordt uitgekeerd en de waarde "0" krijgt wanneer dat niet het geval is. De tweede afhankelijke variabele betreft het uitbetalingsniveau, DPS, wat staat voor het dividend per aandeel. Deze is berekend door de totale jaarlijkse dividendbetaling te delen door het aantal aandelen.

#### 3.2.2 Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabele in dit artikel is de dummyvariabele "Dummyfam". Deze dummyvariabele zal een waarde van 0 krijgen wanneer het bedrijf in kwestie geen familiebedrijf is en een waarde van 1 krijgen wanneer het wel een familiebedrijf is.

Aangezien er in de academische literatuur geen consensus is over de definitie van familiebedrijven (Steiger et al., 2015), beschouwt dit artikel, zoals reeds vermeld, een bedrijf als familiebedrijf wanneer zij zichzelf als een familiebedrijf zien en/of wanneer minstens 20% van de aandelen van het bedrijf in handen zijn van één of meerdere familieleden.

#### 3.2.3 Controle variabelen

In alle empirische modellen zijn controlevariabelen opgenomen die in eerdere studies omtrent dividenduitkeringen zijn gerapporteerd (zie Baker et al., 2013; Deslandes et al., 2016). Deze controlevariabelen weerspiegelen het feit dat de uitbetalingsbeslissingen van een bedrijf worden beïnvloed door de vrije kasstroom (DeAngelo et al., 2006) en dat volwassen bedrijven vaker dividenden uitkeren, aangezien zij een hogere winstgevendheid kennen en tevens minder aantrekkelijke investeringsmogelijkheden hebben (DeAngelo et al., 2006). LIQUIDE MIDDELEN zijn de contanten en de korte termijn investeringen van het bedrijf, LT\_SCHULDGRAAD is het resultaat bekomen door de lange termijnschulden te delen door het eigen vermogen, AANDEELPRIJS is de slotkoers van het aandeel, TOBIN'S\_Q wordt berekend door de marktwaarde van het bedrijf te delen door de boekwaarde, SIZE wordt gedefinieerd door de natuurlijk logaritme van de activa en LEEFTIJD is de leeftijd van de onderneming. Verder zijn er ook *timedummies* en *sectordummies* opgenomen als controlevariabelen. De *timedummies* krijgen in desbetreffend jaar een waarde van "1" en "0" in de overige jaren. De *sectordummies* zijn bepaald op basis van de NACEBEL-codes van de bedrijven, zodat er wordt gecontroleerd op industriënniveau.

Inzake de kans op een dividend en de hoogte van het dividend wordt er een positieve relatie verwacht met de liquide middelen van het bedrijf (Baker et al., 2013; Deslandes et al., 2016), de bedrijfsgrootte (Baker et al., 2013), de aandelprijs (Pindado et al., 2012), tobin's Q (Pindado et al., 2012) en de grootte en leeftijd van het bedrijf. Een negatieve relatie wordt verwacht met de lange termijnschulden (Dittmar, 2000).

### 3.3 Methodologie

Dit artikel tracht te achterhalen of Belgische beursgenoteerde familiebedrijven beslissingen nemen inzake het dividendbeleid die afwijken van niet-familiebedrijven. In lijn met de meeste studies die de dividendbeslissing van familiebedrijven en niet-familiebedrijven vergelijken, wordt er een sample genomen uit een openbare database (zie bv. Deslandes et al. (2016); Isakov & Weisskopf (2015); Lau & Block (2014); Setia-Atmaja (2010)). De onderscheiding tussen een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf wordt in de modellen weergegeven met behulp van een dummyvariabele. Daarnaast bevatten de modellen verschillende controlevariabelen die in eerdere studies zijn vastgesteld.

Om antwoord te bieden op de eerste hypothese – i.e de waarschijnlijkheid van een dividendbetaling – zal een probit-regressie worden gebruikt (vergelijking 1). Voor de tweede hypothese, de hoogte van het dividend, wordt een GLS-regressie gebruikt om de relatie tussen het uitbetalingsniveau en dividendbetalende familiebedrijven te analyseren (vergelijking 2). Om de stabiliteit van het dividend te testen, richt dit artikel zich op huidige en vroegere dividendniveaus. In lijn met Pindado et al. (2012) wordt een GLS-regressie gebruikt op vergelijking 3. In deze equatie wordt de invloed van vroegere dividendniveaus op de huidige dividendniveaus weergegeven door  $\beta_1$  in niet-familiebedrijven en door  $(\beta_1+\beta_2)$  in familiebedrijven. Om deze derde hypothese te bevestigen, zouden we moeten vaststellen dat  $(\beta_1+\beta_2) > \beta_1$ .

$$\text{Pay\_Div} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dummyfam} + \beta_2 \text{Liquide\_middelen} + \beta_3 \text{LT\_SCHULDGR} + \beta_4 \text{Aandeelprijs} + \beta_5 \text{Tobin\_Q} + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 \text{Leeftijd\_Ond} + \text{Time dummies} + \text{Sector dummies} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{DPS} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dummyfam} + \beta_2 \text{Liquide\_middelen} + \beta_3 \text{LT\_SCHULDGR} + \beta_4 \text{Aandeelprijs} + \beta_5 \text{Tobin\_Q} + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 \text{Leeftijd\_Ond} + \text{Time dummies} + \text{Sector dummies} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{DPS} = \beta_0 + \beta_1 \text{DPS}_{t-1} + \beta_2 \text{FDxDPS}_{t-1} + \beta_3 \text{Liquide\_middelen} + \beta_4 \text{LT\_SCHULDGR} + \beta_5 \text{Aandeelprijs} + \beta_6 \text{Tobin\_Q} + \beta_7 \text{Size} + \beta_8 \text{Leeftijd\_Ond} + \text{Time dummies} + \text{Sector dummies} + \varepsilon \quad (3)$$

## **4. Resultaten**

### 4.1 Beschrijvende analyses

Als voorafgaande analyse van de verschillen tussen beursgenoteerde familiebedrijven en beursgenoteerde niet-familiebedrijven, worden de beschrijvende statistieken van het onderzoek, met uitzondering van de timedummies zodat de overzichtelijkheid bewaard blijft, kort weergegeven in tabel I. In de steekproef van 480 observaties is het merendeel (63.33%) actief in de dienstensector en betaalt minder dan de helft van alle bedrijven een dividend (47.92%). Familiebedrijven (47.03%) doen net iets minder vaak een dividendbetaling dan niet-familiebedrijven (48.77%). In de steekproef van 230 dividendbetalers, wijzen de gemiddelde waarden voor dividenden erop dat niet-familiebedrijven meer uitkeren dan familiebedrijven (gemiddelde van 13.3428 en 2.24991, respectievelijk). Op basis van de gemiddelden hebben niet-familiebedrijven minder liquide middelen ter beschikking en kennen zij een hogere schuldgraad. Verder zijn de familiebedrijven in de sample, ondanks dat ze jonger zijn, groter dan niet-familiebedrijven. Op basis van de gemiddelde

aandelenprijs kan worden gesteld dat de aandelen van familiebedrijven een lagere prijs hebben dan die van niet-familiebedrijven.

<b>Variables</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>A: afhankelijke variabelen</b>					
DPS	230	7.98926	26.8662	0.02	157.14
Nonfamily	119	13.3428	36.4281	0.02	157.14
Family	111	2.24991	3.85777	0.02	29.01
Pay_Div	480	0.47917	0.50009	0	1
Nonfamily	244	0.4877	0.50088	0	1
Family	236	0.47034	0.50018	0	1
<b>B: Controlevariabelen</b>					
Liquide_Middelen	470	29379.6	76815.2	0.037	566197
Nonfamily	235	27771.7	75540.3	0.037	566197
Family	235	30987.4	78197.3	16.455	526713
LT_SCHULDGR	480	1.00633	5.51368	0	70.29
Nonfamily	244	1.46299	7.61163	0	70.29
Family	236	0.53419	1.27121	0	16.67
Aandeelprijs	376	97.0608	406.329	0.03	3980
Nonfamily	165	130.654	516.356	0.03	3980
Family	211	70.7913	291.594	0.039	2500
Tobin_Q	372	59.4374	964.565	0.00548	18502.6
Nonfamily	164	133.166	1451.84	0.00548	18502.6
Family	208	1.30542	1.07582	0.11805	6.53655
Size	480	18.8335	2.80452	3.66356	25.9859
Nonfamily	244	18.3296	3.18026	3.66356	23.8738
Family	236	19.3545	2.24437	11.9255	25.9859
Leeftijd_Ond	476	42.8193	37.2314	1	155
Nonfamily	240	46.8333	40.026	1	155
Family	236	38.7373	33.7537	1	155
Sec_Industrie	480	0.25	0.43346	0	1
Nonfamily	244	0.14754	0.35537	0	1
Family	236	0.35593	0.47981	0	1
Sec_Productie	480	0.03333	0.17969	0	1
Nonfamily	244	0.04918	0.21669	0	1
Family	236	0.01695	0.12936	0	1
Sec_Bouw	480	0.025	0.15629	0	1
Nonfamily	244	0.03279	0.17844	0	1
Family	236	0.01695	0.12936	0	1
Sec_Detailhandel	480	0.05833	0.23462	0	1
Nonfamily	244	0.03279	0.17844	0	1



Family	236	0.08475	0.27909	0	1
Sec_Diensten	480	0.63333	0.4824	0	1
Nonfamily	244	0.7377	0.44079	0	1
Family	236	0.52542	0.50041	0	1

Tabel I: beschrijvende analyse

#### 4.2 Hypothesetesten

Tabel II model 1 geeft de resultaten voor de dividendbeslissing (H1). Deze resultaten tonen dat, in tegenstelling wat in de eerste hypothese verwacht werd, familiebedrijven een lagere kans hebben om dividenden uit te keren. Echter, aangezien de negatieve coëfficiënt voor DUMMYFAM niet significant is, kan de eerste hypothese niet bevestigd of ontkracht worden. Dit negatieve resultaat is in lijn met de beschrijvende analyse, waaruit blijkt dat 47.03% van de beursgenoteerde familiebedrijven een dividendbetaling deed, vergeleken met 48.77% van de beursgenoteerde niet-familiebedrijven.

Model 2 bevat bewijsmateriaal voor hypothese 2, die betrekking heeft op de hoogte van het dividend. Zoals verwacht heeft familiecontrole een positieve impact op de hoogte van de dividendbetaling. Deze coëfficiënt is echter niet significant, waardoor hypothese 2 niet kan bevestigd worden.

De resultaten uit model 3, die gebruikt worden om de stabiliteit van het dividend te testen, suggereren een sterker positief verband tussen vroegere en huidige dividendniveaus van beursgenoteerde familiebedrijven ( $\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2 = 0.9042 + 0.022 = 0.9262$ ) dan beursgenoteerde niet-familiebedrijven ( $\hat{\beta}_1 = 0.9042$ ). Aangezien de aanpassingsnelheid (APS) wordt berekend door 1 te verminderen met deze waarden (Pindado et al., 2012), kunnen we de APS berekenen voor zowel beursgenoteerde familiebedrijven als beursgenoteerde niet-familiebedrijven. Zo bekomen we  $APS_{DIV}^F = 1 - (\hat{\beta}_1 + \hat{\beta}_2) = 1 - (0.9042 + 0.022) = 0.0738$  en  $APS_{DIV}^{NF} = 1 - (\hat{\beta}_1) = 1 - (0.9042) = 0.0958$ , waarbij F en NF respectievelijk staat voor familie- en niet-familiebedrijven. Bijgevolg is de aanpassingsnelheid van familiebedrijven lager, wat bevestigt dat familiebedrijven de voorkeur geven aan stabielere dividenden en eerder geneigd zijn hun dividenduitkeringen af te vlakken. Aangezien zowel DPS\_lag1 als FDxDPS\_lag1 significant zijn, kan geconcludeerd worden dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven stabielere dividenden betalen in vergelijking met niet-familiebedrijven.

Model	Model 1 Pay_div	Model 2 DPS	Model 3 DPS
Dummyfam	-.105074 (.2259293)	.1723197 (.2231241)	
FDxDPS_lag1			.0222653*** (.0274657)
DPS_lag1	1.535026*** (.2308134)	1.031852*** (.0701946)	.9042056*** (.040801)
Liquide middelen	-1.69e-06 (1.37e-06)	-1.06e-06 (1.07e-06)	-6.98e-07 (5.12e-07)

LT Schuldgraad	-.0190178 (.0509713)	-.0147926 (.0994367)	-.005523 (.0114231)
Aandeelprijs	.0034569 (.004117)	.000481 (.000459)	.0008964*** (.000248)
Tobin's Q	.000051 (.0010048)	.0343617 (.1151205)	.0000186 (.0000438)
Size	.2343578*** (.0565513)	.0329803 (.0630072)	.0279241 (.019348)
Leeftijd Ond	.0094451** (.0034022)	-.0023682 (.0031193)	.000105 (.0011809)
Constante	-8.067651*** (1.423122)	1.773501 (1.649784)	-.438337 (.4492776)
N	370	198	370
R <sup>2</sup>	0.5614	0.9349	0.9480
Timedummies	Ja	Ja	Ja
Sectordummies	Ja	Ja	Ja
† p<0.10, * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001			

Tabel II: (Probit)regressieanalyses

## 5. Discussie en conclusie

Dit artikel heeft twee doelen. Allereerst tracht het te onderzoeken of beursgenoteerde familiebedrijven dividenden als een mechanisme gebruiken om de heersende *agency* conflicten inzake minderheids- en meerderheidsbeleggers te overbruggen in Belgische context, waar familiebedrijven een belangrijke component van de economie vormen (Lambrecht & Molly, 2011). Ten tweede wordt er nagegaan of de SEW-overwegingen, dus de doelen die familiaal gezien als belangrijk beschouwd worden (Gómez-Mejía et al., 2007), een impact hebben op het dividendbeleid.

Uit het empirisch gedeelte van dit artikel blijkt dat er tussen Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven geen significant verschil is inzake de kans op een dividend. Nochtans stelt hypothese 1 (H1) dat de kans op een dividend hoger is in Belgische beursgenoteerde familiebedrijven dan in Belgische beursgenoteerde niet-familiebedrijven. De hypothese is gebaseerd op het feit dat, vanuit een *agency*-perspectief, er conflicten zijn inzake minderheids- en meerderheidsaandeelhouders. Deze conflicten ontstaan omdat de controlerende familieleden vaak zelf een hoge functie hebben in het bedrijf (Anderson & Reeb, 2003). Tevens is deze hypothese gebaseerd op de SEW-overweging die stelt dat familieleden zich, in vergelijking met niet-familiebedrijven, meer identificeren met het bedrijf (Berrone et al., 2012; Dyer & Whetten, 2006). Desondanks kan in dit onderzoek deze hypothese niet worden bevestigd. Enkele mogelijke verklaringen hiervoor zijn dat België een goede institutionele bescherming kent, waardoor de nood aan dividendbetalingen afneemt en dat familiebedrijven wensen om liquiditeit te behouden zodat zij externe financiering kunnen vermijden. Verder blijkt uit de resultaten van dit onderzoek dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven een hoger dividend uitkeren dan niet-familiebedrijven, wat in lijn

is met onder meer Setia-Amatja et al. (2009). Het resultaat is echter niet significant, waardoor ook hypothese 2 (H2) niet kan worden bevestigd. Ook hier gelden de mogelijke verklaringen die zijn aangehaald omtrent hypothese 1.

Wanneer we tot slot gaan kijken naar de stabiliteit van dividendbetalingen, blijkt dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven stabielere dividenden betalen dan niet-familiebedrijven (zoals in Deslandes et al., 2016 en Lau & Block, 2014). Dit kan op twee manieren worden verklaard. Allereerst kan vanuit een *agency*-perspectief worden gesteld dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven het dividend stabiliseren omdat het een mechanisme is dat het onteigeningsrisico van minderheidsaandeelhouders vermindert. Daarnaast streven Belgische beursgenoteerde familiebedrijven een eerlijke behandeling van deze aandeelhouders na (Pindado et al., 2012), waardoor zij een goede reputatie opbouwen bij minderheidsaandeelhouders (Setia-Atmaja et al., 2009; Yoshikawa & Rasheed, 2010). Een tweede verklaring, die in lijn ligt met de *agency theory*, heeft te maken met de SEW-overwegingen. Vanuit deze overwegingen kan worden gesteld dat Belgische beursgenoteerde familiebedrijven de familieleden willen voorzien van een stabiele inkomstenbron. Dit heeft als voordeel dat het onteigeningsrisico van minderheidsaandeelhouders wordt beperkt, wat op zijn beurt de reputatie van de onderneming en de familie in stand houdt.

De belangrijkste bijdrage van dit onderzoek is dat ze bevestigt dat er een verschil is in het dividendbeleid van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Daarnaast is het onderzoek één van de eerste die suggereert dat deze verschillen niet alleen ontstaan door *agency*-conflicten, maar ook door SEW-overwegingen. Verder is dit onderzoek naar weten van de auteur de eerste studie naar dividendbeleid van beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven in België en vormt het een aanvulling op de literaire discussie inzake het dividendbeleid.

Deze conclusies hebben een praktische invloed op beleggers omdat ze suggereren dat er geen significant verschil is tussen de kans en de hoogte van de dividenden van Belgische beursgenoteerde familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Wanneer deze beleggers geïnteresseerd zijn in het ontvangen van stabiele dividenden, zouden ze moeten overwegen om te investeren in familiebedrijven. Voor familiebedrijven zelf suggereert dit onderzoek dat zij dividenden zouden moeten uitkeren als een manier om de onteigening van minderheidsaandeelhouders en de kans op conflicten tussen familieleden met verschillende belangen in het bedrijf te verminderen. Op die manier is het mogelijk dat de controlerende familie op lange termijn meer investeerders aantrekt.

Er hangen echter beperkingen vast aan dit artikel. Net zoals bij de andere studies omtrent dividendbeleid bij familie- en niet-familiebedrijven worden de resultaten beïnvloed door de definitie van een familiebedrijf (Mazzi, 2011). De drempel van 20% voor stemrecht, zoals opgenomen in de definitie, geeft aan dat de familie een significante invloed heeft inzake de strategische beslissingen. Bijgevolg kunnen SEW-overwegingen belangrijk zijn. Net zoals in andere studies op dit gebied (bv. Chrisman & Patel, 2012; Deslandes et al., 2016; Gómez-Mejía et al., 2007), wordt familiecontrole gebruikt als een proxy die deze onderliggende SEW-overwegingen bevat. Het belang van deze SEW-overwegingen kan echter sterk afhangen van de familiebedrijven en hun leden (Berrone et al., 2012).

Aangezien deze studie is gevoerd in Belgische context, kan omwille van de culturele verschillen, het resultaat niet veralgemeend worden (Hofstede, 2016). Verder werd het artikel beperkt tot de jaren 2015-2018 aangezien nog niet alle ondernemingen hun jaarrekening van 2019 hadden gepubliceerd op het moment van de dataverzameling. Bijgevolg is de impact van de Coronacrisis uitgesloten.

Bij het uitvoeren van dit onderzoek zijn enkele opportuniteiten voor toekomstig onderzoek aan bod gekomen. Een eerste opportuniteit is om de individuele impact van de verschillende SEW-overwegingen op het dividendbeleid te onderzoeken, aangezien dit onderzoek alle SEW-overwegingen samenvat in een proxy. Door het opsplitsen van deze overwegingen kan de invloed van de verschillende SEW-overwegingen op het dividendbeleid worden weergegeven. Een tweede opportuniteit doet zich voor inzake de moeilijkheid omtrent de formulering van een éénduidige definitie over wat een familiebedrijf is. Het resultaat kan namelijk verschillen wanneer er een andere definitie gehanteerd wordt (Westhead & Cowling, 1998). Een derde piste voor verder onderzoek is om te analyseren hoe de institutionele bescherming van investeerders het dividendbeleid van bedrijven beïnvloedt, aangezien België een goede bescherming kent. Een vierde opportuniteit ontstaat doordat nog niet alle jaarrekeningen van 2019 en 2020 beschikbaar waren op het moment van de dataverzameling. Het opnemen van deze jaren kan inzichten bieden over het dividendbeleid van ondernemingen wanneer zij geconfronteerd worden met een pandemie. Een vijfde opportuniteit is het opnemen van *share repurchases* aangezien dit een alternatieve methode is om geld uit te keren aan de aandeelhouder. Het is mogelijk dat, wanneer we kijken naar de totale uitkering van bedrijven – i.e. de som van het dividend per aandeel en de *share repurchases* – familiebedrijven zowel een hogere kans op een uitkering als een hogere uitkering hebben.

## 6. Literatuurlijst

- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 205–222. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.006>
- 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. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Baker, H., Chang, B., Dutta, S., & Saadi, S. (2013). Canadian corporate payout policy. *International Journal of Managerial Finance*, 9(3), 164–184. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2012-0040>
- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (2009). Dividends and Corporate Shareholders. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2423–2455. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn060>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411–1438. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x>
- Bernstein, P. (1996). Dividends: The Puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 16–22. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00097.x>
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 258–279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Chang, K., Kang, E., & Li, Y. (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*, 69(7), 2551–2559. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.10.088>
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41–61. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>
- Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (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. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0211>
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695–719.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Deslandes, M., Fortin, A., & Landry, S. (2016). Payout differences between family and nonfamily listed firms: A socioemotional wealth perspective. *Journal of Family Business Management*, 6(1), 46–63. <https://doi.org/10.1108/JFBM-05-2015-0020>
- Dittmar, A. K. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock. *The Journal of Business*, 73(3), 331–355. <https://doi.org/10.1086/209646>

- Dyer, W. G., & Whetten, D. A. (2006). Family Firms and Social Responsibility: Preliminary Evidence from the S&P 500. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 785–802. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00151.x>
- Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54–78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9–10), 1173–1209. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2003.05624.x>
- Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303–318. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00020.x>
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297–1321. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3)
- Hofstede, G. (2016). Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations (2nd ed.). *Collegiate Aviation Review*, 34(2), 108–109.
- Hu, A., & Kumar, P. (2004). Managerial Entrenchment and Payout Policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 759–790.
- Isakov, D., & Weisskopf, J.-P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 33, 330–344. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.01.003>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kalm, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2016). Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de Administração*, 51(4), 409–411. <https://doi.org/10.1016/j.rausp.2016.08.002>
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial Decision Making in Family Firms: An Adaptation of the Theory of Planned Behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307–327. <https://doi.org/10.1177/0894486514522483>
- Lau, J., & Block, J. H. (2014). *Corporate Payout Policy in Founder and Family Firms* (SSRN Scholarly Paper ID 2416874). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2416874>
- Leary, M. T., & Michaely, R. (2011). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *Review of Financial Studies*, 24(10), 3197–3249. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr072>
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321–341. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002>
- Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.07.001>

- Michaely, R., & Roberts, M. R. (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 711–746. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr108>
- NBB. (2021). *Verslag 2020—Economische en financiële ontwikkelingen* (p. 344). NBB. [https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2020/nl/t1/verslag2020\\_ti\\_volledig.pdf](https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2020/nl/t1/verslag2020_ti_volledig.pdf)
- NBB Statistieken. (2020, november 17). <http://stat.nbb.be/?lang=nl>
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*, 56(6), 2111–2133. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00400>
- Pindado, J., Requejo, I., & Torre, C. de la. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 413–431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x>
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285–310. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00053-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00053-1)
- Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: The impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), 128–142. <https://doi.org/10.1108/17439131011032059>
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7–8), 863–898. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Shyu, Y.-W., & Lee, C. I. (2009). Excess Control Rights and Debt Maturity Structure in Family-Controlled Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), 611–628. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00755.x>
- Steiger, T., Duller, C., & Hiebl, M. R. W. (2015). No Consensus in Sight: An Analysis of Ten Years of Family Business Definitions in Empirical Research Studies. *Journal of Enterprising Culture*, 23(01), 25–62. <https://doi.org/10.1142/S0218495815500028>
- Tan, Y. (2014). 3—Corporate governance in the banking sector. In Y. Tan (Red.), *Performance, Risk and Competition in the Chinese Banking Industry* (pp. 39–64). Chandos Publishing. <https://doi.org/10.1533/9781780634463.39>
- Unerman, J. (2008). Strategic reputation risk management and corporate social responsibility reporting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 362–364. <https://doi.org/10.1108/09513570810863941>
- Vervenne, W. (2020, juli 2). *Belgen kopen voor recordbedrag beursgenoteerde aandelen*. De Tijd. <https://www.tijd.be/markten-live/nieuws/aandelen-brussel/belgen-kopen-voor-recordbedrag-beursgenoteerde-aandelen/10236652.html>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Wei, Z., Wu, S., Li, C., & Chen, W. (2011). Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 4(1), 29–46. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2011.04.001>

- Westhead, P., & Cowling, M. (1998). Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), 31–56. <https://doi.org/10.1177/104225879802300102>
- Yoshikawa, T., & Rasheed, A. A. (2010). Family Control and Ownership Monitoring in Family-Controlled Firms in Japan. *Journal of Management Studies*, 47(2), 274–295. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00891.x>
- Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2011). Family Control and Family Firm Valuation by Family CEOs: The Importance of Intentions for Transgenerational Control. *Organization Science*, 23(3), 851–868. <https://doi.org/10.1287/orsc.1110.0665>
- Zhang, X., Venus, J., & Wang, Y. (2012). Family ownership and business expansion of small- and medium-sized Chinese family businesses: The mediating role of financing preference. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), 97–105. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.03.002>