



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De impact van de financiële geletterdheid van een CEO op ondernemingsgroei: de modererende rol van generatie

Emma Vos

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

PROMOTOR :

dr. Ellen JANSSEN



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

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

2021
2022



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De impact van de financiële geletterdheid van een CEO op ondernemingsgroei: de modererende rol van generatie

Emma Vos

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

PROMOTOR :

dr. Ellen JANSSEN

Woord vooraf

Deze masterproef wordt voorgedragen tot het bekomen van de graad van Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accounting aan de Universiteit Hasselt. Het schrijven van dit onderzoek was een uitdagend, maar leerrijk proces. Het eindresultaat had niet bekomen kunnen worden zonder de steun van anderen. Die mensen zou ik dan ook oprecht willen bedanken.

Ten eerste gaat mijn dank uit naar mijn promotor dr. Ellen Janssen voor haar begeleidende rol tijdens het verwezenlijken van deze masterproef. Dankzij haar deskundig advies, kwalitatieve feedback en ondersteuning heb ik dit onderzoek kunnen realiseren.

Daarnaast zou ik ook graag mijn vrienden willen bedanken voor het luisterend oor en hun betrokkenheid gedurende het afgelopen academiejaar. Zonder hen zou ik dit onderzoek nooit tot een succesvol einde hebben kunnen brengen. Ten slotte gaat mijn dank uit naar mijn ouders. Hun onvoorwaardelijke steun is van onschatbare waarde geweest tijdens de afgelopen vier jaar.

Emma Vos

Lommel, mei 2022

Samenvatting

Familiebedrijven zijn steeds meer de focus van academisch onderzoek. Familiebedrijven zijn namelijk van belang voor de economische groei en de ontwikkeling in een land, en spelen een belangrijke rol in de economie van vandaag. Ook voor familiebedrijven is het aangeraden om voortdurend opportuniteiten voor groei te identificeren en te benutten. We leven immers in een snel veranderende mondiale wereld. Vanuit het perspectief van een familiebedrijf wordt ondernemingsgroei gezien als een succes, en in het bijzonder als een bron van continuïteit en welvaartscreatie over verschillende generaties heen. Groei kan dus een belangrijk doel zijn voor zulke bedrijven. Ondernemingsgroei wordt beïnvloed door een brede waaier van factoren zoals de grootte, de sector of de leeftijd van het bedrijf. Echter, de kenmerken van de CEO blijken ook relevant om de ondernemingsgroei te verklaren, aangezien familiebedrijven sterk afhankelijk zijn van die bedrijfsleider. Omwille van die reden kan het van betekenis zijn om de persoonlijke karakteristieken van de CEO te onderzoeken.

Dit onderzoek zal een antwoord trachten te vinden op de volgende centrale onderzoeksvraag:

“Welke rol speelt generatie in de relatie tussen de financiële geletterdheid van een CEO en ondernemingsgroei in private familiebedrijven?”

Om een antwoord te kunnen formuleren op bovenstaande onderzoeksvraag, wordt er een uitgebreide literatuurstudie uitgevoerd, gevolgd door een kwantitatief empirisch onderzoek. De literatuurstudie zal de relevante wetenschappelijke literatuur omtrent dit onderwerp in kaart brengen.

In de bestaande literatuur is er geen eenduidige definitie terug te vinden van een familiebedrijf. Echter, er kan een definitie gevormd worden door gebruik te maken van kenmerken waarover een familiebedrijf zou moeten beschikken. In dit onderzoek zal een familiebedrijf gedefinieerd worden als een bedrijf waar minstens 50 procent van de aandelen in handen is van één familie en/of waar de familie het bedrijf ook percipieert als een familiebedrijf. Doordat we onderzoek voeren in familiebedrijven is de “*socioemotional wealth* (SEW) theorie” een belangrijk kenmerk dat familiebedrijven distingeert van andere organisatievormen. De SEW-theorie houdt in dat familiebedrijven zich meer focussen op het behouden van SEW dan het nastreven van economische welvaart, zoals het uitkeren van dividenden. SEW kan gedefinieerd worden als de niet-financiële aspecten van het bedrijf zoals het behouden van controle, de familiewaarden die opgenomen zijn in de bedrijfscultuur, etc.

Sinds het onderzoek van Greenspan (2002) is er meer aandacht besteed aan de impact van financiële geletterdheid op de groei van ondernemingen. In de bestaande literatuur bewijzen de meeste onderzoeken dat financiële geletterdheid een positieve impact heeft op de groei van bedrijven. Financiële geletterdheid zorgt er namelijk voor dat managers betere financieringsbeslissingen nemen. Door betere beslissingen te nemen, kan de ondernemingsgroei gestimuleerd worden. Daarnaast kan financiële geletterdheid beschouwd worden als een interne bedrijfscapaciteit. In combinatie met de juiste toegang tot financiering zou dat kunnen leiden tot uitstekende groeieresultaten. De resultaten van de empirische studie van dit onderzoek bevestigen dat financiële geletterdheid een positieve impact heeft op de ondernemingsgroei.

Vervolgens toont de literatuur aan dat de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei gemodereerd kan worden door generatie. In dit onderzoek is generatie gedefinieerd als de *generational stage*, oftewel de generatie die de leiding heeft over het familiebedrijf. Volgens de literatuur is de SEW-theorie een belangrijke theorie die dat modererend effect kan verklaren.

Uit deze masterproef kan geconcludeerd worden dat de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei sterker is voor familiebedrijven van de eerste generatie dan voor familiebedrijven van een latere generatie. De regressieresultaten tonen zelfs aan dat het effect van financiële geletterdheid op groei niet significant is in latere generatie familiebedrijven. Dat spreekt de bestaande literatuur tegen, en vormt daarnaast ook een contra-intuïtieve uitkomst. Er zijn drie mogelijke verklaringen voor dat resultaat opgenomen in dit onderzoek. Een eerste verklaring geeft aan dat familiebedrijven van de eerste generatie minder geprofessionaliseerd zijn dan familiebedrijven van een latere generatie. Er zijn minder externe managers in het bedrijf die meer financiële kennis zouden hebben dan de CEO zelf. De financiële geletterdheid van de CEO zal dan meer benut moeten worden om de afwezigheid van de externe managers op te vangen.

Bovendien groeien jongere bedrijven sneller dan oudere bedrijven. In vergelijking met oudere bedrijven (familiebedrijven van een latere generatie) kunnen jongere bedrijven (familiebedrijven van de eerste generatie) meer efficiëntie-oefeningen doen met betrekking tot de bedrijfsvoering. Op die manier zou er meer groei behaald kunnen worden.

Een derde verklaring gebruikt de SEW-theorie om het modererend effect te verklaren, en focust zich op het insignificant effect van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei in familiebedrijven van de derde en latere generatie. In die familiebedrijven wordt het behouden van SEW minder belangrijk, maar wordt het behalen van economische welvaart essentiëler. Externe aandeelhouders behalen geen voordeel uit groei als de familie te groot wordt, en wanneer er niet genoeg werkgelegenheid gecreëerd kan worden. De belangrijkste doelstelling voor die bedrijven is "om te investeren in groei en tegelijkertijd een dividendniveau te handhaven dat de externe familie-eigenaars tevredenstelt". Niet alle winsten zullen geherinvesteerd worden in het bedrijf om toekomstige groei te garanderen, want een redelijk dividend zal uitgekeerd worden. Wanneer dat redelijk dividend niet uitgekeerd wordt, zullen er familieconflicten ontstaan, wat SEW-verliezen (verlies van controle) teweeg zou brengen. Hierdoor zou de continuïteit van het familiebedrijf in gevaar kunnen komen. Omwille van die reden zullen de CEO's van derde en latere generatie bedrijven hun financiële geletterdheid niet ten volle benutten.

De resultaten van dit onderzoek kunnen waardevol zijn voor de opleiding van CEO's van familiebedrijven. CEO's moeten namelijk beschikken over voldoende financiële kennis om de groei van ondernemingen te kunnen bevorderen. Echter, groei is niet altijd het doel van familiebedrijven. Vele familiebedrijven streven namelijk ook familiale doelstellingen na zoals het behouden van de controle over de onderneming, of het hebben van een emotionele band met het bedrijf. CEO's dienen dus een balans te vinden tussen de financiële en familiale doelstellingen. Omwille van die reden is het aanbevolen dat er opleidingsprogramma's worden aangeboden die de financiële kennis van de CEO doen vergroten, en die hen bijbrengt hoe de balans tussen die twee verschillende doelstellingen te vinden.

Naast de praktische implicatie, levert dit onderzoek eveneens een bijdrage aan de wetenschappelijke literatuur. De reeds uitgevoerde onderzoeken naar het effect van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei zijn voornamelijk uitgevoerd in niet-familiebedrijven. Door dit onderzoek te herhalen in familiebedrijven wordt de bestaande literatuur uitgebreid, en wordt de heterogeniteit tussen familiebedrijven beter in kaart gebracht.

Ondanks de meerwaarde van dit onderzoek is er ook een belangrijke beperking op te merken. De belangrijkste beperking heeft te maken met het meten van de variabelen. Zowel financiële geletterdheid, ondernemingsgroei als familiebedrijven kunnen niet op een eenduidige manier gedefinieerd of gemeten worden. Met andere woorden, als iemand bovenstaand onderzoek zou herhalen door gebruik te maken van andere manieren om de variabelen te meten, zouden er andere resultaten bekomen kunnen worden.

Inhoudsopgave

1	Inleiding	11
2	Literatuurstudie	13
2.1	Ondernemingsgroei	13
2.2	Financiële geletterdheid	14
2.3	Impact van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei	14
2.3.1	Positieve impact	14
2.4	De impact van financiële geletterdheid op groei: de modererende rol van generatie	15
2.4.1	Familiebedrijven	16
2.4.2	Generational stage	17
3	Empirisch onderzoek	19
3.1	Dataverzameling	19
3.2	Aanpak	19
3.3	Empirisch model	19
3.4	Beschrijving van de variabelen	20
3.4.1	Afhankelijke variabele	20
3.4.2	Onafhankelijke variabele	20
3.4.3	Modererende variabelen	21
3.4.4	Controlevariabelen	21
3.5	Beschrijvende analyse	24
3.5.1	Beschrijvende statistieken	24
3.5.2	Correlatietabel	26
3.6	Empirische resultaten	28
3.6.1	Regressievergelijking hypothese 1	28
3.6.2	Regressievergelijking hypothese 2a	29
3.6.3	Regressievergelijking hypothese 2b	31
3.7	Robuustheidstest	34
4	Conclusie	37
4.1	Theoretische en praktische implicaties	39
4.2	Beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek	39
5	Bibliografie	41

Lijst van tabellen, figuren en grafieken

Tabellen

Tabel 1 Beschrijving variabelen	23
Tabel 2 Algemene Beschrijvende statistieken	24
Tabel 3 Frequentietabel.....	25
Tabel 4 Correlatietabel	27
Tabel 5 Regressieanalyse hypothese 1	28
Tabel 6 Regressieanalyse hypothese 2a.....	29
Tabel 7 Regressieanalyse hypothese 2a.....	30
Tabel 8 Regressieanalyse hypothese 2b	32
Tabel 9 Regressieanalyse hypothese 2b	33
Tabel 10 Robuustheidstest Ondernemingsgroei	35
Tabel 11 Robuustheidstest SEW	36
Tabel 12 Samenvatting van de geteste hypothesen.....	39

Figuren

Figuur 1 Conceptueel model.....	18
---------------------------------	----

Grafieken

Grafiek 1 Visuele representatie modererend effect generatie (a.d.h.v. TMT).....	33
Grafiek 2 Visuele representatie modererend effect generatie (a.d.h.v. eigendom).....	33

1 Inleiding

Onderzoek naar familiebedrijven is in de laatste jaren sterk toegenomen (Chirico, Sirmon, Sciascia, & Mazzola, 2011; FBN Belgium, n.d.). Dat komt doordat familiebedrijven een belangrijke rol spelen in de economie van vandaag (Chirico & Bau, 2014; Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Kathryn, & Moyano-Fuentes, 2007; Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007). Ze zijn namelijk van belang voor de economische groei en de ontwikkeling in een land (Kellermanns, Eddleston, Barnett, & Pearson, 2008). Daarnaast dragen ze ook bij aan de wereldwijde economische productie, welvaart en werkgelegenheid (Voordeckers et al., 2007). Uit cijfers van Family Business Network Belgium (FBN Belgium) blijkt dat familiebedrijven goed zijn voor 77 procent van alle Belgische bedrijven met personeel. Bovendien vertegenwoordigen ze samen een derde van het totale Bruto Binnenlandse Product (BBP) en 45 procent van de totale Belgische werkgelegenheid (FBN Belgium, n.d.).

In de snel veranderende mondiale omgeving van vandaag, is het voor bedrijven van belang om voortdurend opportuniteiten voor groei te identificeren en te benutten (Boling, Pieper, & Covin, 2016). Groeien is namelijk één van de belangrijkste doelen voor de meeste bedrijven. Vanuit het perspectief van een familiebedrijf wordt ondernemingsgroei gezien als een succes, en in het bijzonder als een bron van continuïteit en welvaartscreatie over verschillende generaties heen (Stenholm, Pukkinen, & Heinonen, 2016). Ondernemingsgroei wordt enerzijds beïnvloed door bedrijfskenmerken zoals de leeftijd van het bedrijf, de kapitaalstructuur, etc. (Agyei, 2018). Anderzijds is het belangrijk dat er binnen het bedrijf een ondernemersmentaliteit heerst, waarbij de Chief Executive Officer (CEO) een voorbeeldfunctie vervult (Boling et al., 2016; Kellermanns et al., 2008; Stenholm et al., 2016). Ondernemend gedrag van de CEO is immers een kritisch component om tot winstgevendheid en groei van een bedrijf te komen (Kellermanns et al., 2008).

Inherente kenmerken, zoals de leeftijd en anciënniteit van de CEO, en de mate van familie-invloed in het bedrijf zijn belangrijke determinanten van ondernemend gedrag (Kellermanns et al., 2008). Daarnaast blijkt ook financiële geletterdheid een bepalende factor te zijn voor het ondernemend gedrag van bedrijven (Li & Qian, 2020). Financiële geletterdheid duidt op de bekwaamheid van een persoon om geld te beheren. De term heeft betrekking op "having the knowledge, skills, confidence and motivation necessary to effectively manage money" (Remund, 2010, p. 276). Financiële geletterdheid vergemakkelijkt het proces van het omzetten van financiering naar ondernemingsgroei en heeft dus onrechtstreeks een impact op de groei van ondernemingen (Adomako, Danso, & Damoah, 2015). Bovendien geeft Greenspan (2002) in zijn onderzoek aan dat financiële geletterdheid een belangrijke voorwaarde is voor bedrijfsleiders om succesvolle strategieën te kunnen ontwikkelen. Echter, ander onderzoek toont aan dat financiële geletterdheid juist geen garantie is op succes (Sharma, 2019). Een beter begrip van de persoonlijke kenmerken van de CEO van het familiebedrijf is dus noodzakelijk (Kellermanns et al., 2008), aangezien die karakteristieken een invloed kunnen hebben op de performantie van een bedrijf.

Daarnaast speelt ook generatie (de generatie die het bedrijf leidt) een belangrijke rol bij het bepalen van de winstgevendheid en groei van een familiebedrijf (Casillas, Moreno, & Barbero, 2010; Kellermanns et al., 2008; McConaughy & Phillips, 1999; Salvato, 2004; Stenholm et al., 2016). Bedrijven die geleid worden door een latere generatie hechten meer belang aan het behalen van economische welvaart, dan de eerste en oprichtende generatie. Op die manier kan er dus een effect

zijn op de winstgevendheid en groei van familiebedrijven (Gómez-Mejía et al., 2007; Muñoz-Bullon, Sanchez-Bueno, & Suárez-González, 2018; Sciascia, Mazzola, & Kellermanns, 2014).

Ondanks dat onderzoek naar familiebedrijven toegenomen is (Chirico et al., 2011; FBN Belgium, n.d.), is er weinig geweten in de literatuur over de rol die generatie speelt in de relatie tussen financiële geletterdheid van een CEO en ondernemingsgroei. Vaak ligt de focus van onderzoeken op het ontdekken van verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven, maar de focus zou ook vaker moeten liggen op de verschillen tussen familiebedrijven. Er bestaat namelijk enige mate van heterogeniteit tussen die familiebedrijven (Chua, Chrisman, Steier, & Rau, 2012; De Massis, Kotlar, Campopiano, & Cassia, 2013; Muñoz-Bullon et al., 2018; Schmid, Ampenberger, Kaserer, & Achleitner, 2015; Stockmans, Lybaert, & Voordeckers, 2010). In dit onderzoek zal de rol van generatie wel onderzocht worden. Zo zal de heterogeniteit tussen familiebedrijven beter in kaart kunnen worden gebracht.

Daarnaast werd er in het verleden voornamelijk onderzoek gedaan naar de financiële geletterdheid van huishoudens, waarbij men zich focuste op persoonlijke beleggingen en leningen, zoals in het onderzoek van Greenspan (2002). Er werd slechts in beperkte mate aandacht geschonken aan onderzoek naar financiële geletterdheid in de ondernemingscontext (Diéguez-Soto, Martínez-Romero, Corten, & Michiels, 2021). Dit onderzoek zal die bestaande literatuur omtrent financiële geletterdheid binnen bedrijven vergroten.

De opbouw van dit onderzoek ziet er als volgt uit: in de volgende sectie wordt de bestaande wetenschappelijke literatuur geanalyseerd en omschreven. Zo kunnen er gefundeerde hypotheses opgesteld worden. In de derde sectie worden de gebruikte methodologie en het empirisch model beschreven. Die sectie omvat ook de empirische resultaten. De masterproef wordt afgesloten met een conclusie, waarin de belangrijkste bevindingen worden samengevat, de theoretische en praktische implicaties, de beperkingen van dit onderzoek en de suggesties voor toekomstig onderzoek.

2 Literatuurstudie

2.1 Ondernemingsgroei

Al vanaf het begin dat er economisch onderzoek wordt gedaan, is er interesse getoond in onderzoek naar ondernemingsgroei. Ondernemingsgroei vormt namelijk de kern van de economische dynamiek (Coad & Hölzl, 2012). Volgens Stenholm et al. (2016) kan ondernemingsgroei beschouwd worden als een resultaat van organisatorische ontwikkeling. Die wordt vaak beïnvloed door de interne en externe contexten waarin de groei van het bedrijf wordt geëvalueerd.

Ondernemingsgroei is een heterogeen, complex en dynamisch proces waarbij economische, sociale en culturele factoren een rol spelen. Groei wordt namelijk niet alleen beïnvloed door de grootte, de sector of de leeftijd van het bedrijf, maar ook door niet-observeerbare factoren zoals onder andere de capaciteiten van de werknemers (Audretsch, Coad, & Segarra, 2014). Het eenzijdig definiëren van ondernemingsgroei is dus ook niet mogelijk (Coad & Hölzl, 2012).

Verschillende studies onderzochten de impact van de leeftijd van het bedrijf op bedrijfsgroei. Een bedrijf dat ouder is, heeft meer ervaring verworven waardoor het meer kennis heeft. Die kennis kan het benutten om het bedrijf te laten groeien (Agyei, 2018). Echter, Goedhuys en Veugelers (2012) verklaren net dat jonge bedrijven sneller groeien dan oudere bedrijven. Ondernemingsgroei kan namelijk beschouwd worden als een leerproces. Ondernemingen ondervinden wat hun werkelijke efficiëntieniveau is en zullen hun omvang hieraan aanpassen. Dat proces gebeurt hoofdzakelijk na de oprichting van het bedrijf. Efficiëntere ondernemingen zullen op die manier dus een grotere omvang behalen. Daarnaast spelen de beschikbare middelen van het bedrijf ook een rol. Bedrijven die beschikken over meer financiële middelen of over de mogelijkheid om financiering te verkrijgen, zijn eerder geneigd om te investeren en op die manier groeikansen te benutten (Agyei, 2018).

Niet alleen bedrijfskenmerken, maar ook kenmerken van de bedrijfsleider blijken relevant om ondernemingsgroei te verklaren. Zo blijkt het geslacht van de bedrijfsleider een belangrijke factor. Men stelt dat mannen beter kunnen omgaan met risico's, en die daarom meer nemen. Het risico, dat gepaard gaat met de groeiopportuniteiten, zou er dus voor zorgen dat het benutten van groeikansen eerder iets is voor mannen (Agyei, 2018; Coad & Hölzl, 2012). Naast geslacht, is ook de opleiding van de ondernemer positief gerelateerd aan de groeivoet van de onderneming (Coad & Hölzl, 2012).

Ondernemend gedrag van de *Chief Executive Officer* (CEO) is cruciaal voor bedrijven om zich af te stemmen op veranderingen in de omgeving, zoals veranderingen van consumentenpreferenties, acties van concurrenten en technologische veranderingen (Kellermanns et al., 2008). Ondernemerschap kan een bedrijf helpen om nieuwe capaciteiten te verwerven, nieuwe inkomstenstromen te ontwikkelen, en de prestaties, winstgevendheid en groei, te bevorderen. Ondernemend gedrag is dus een belangrijke component om tot de groei van familiebedrijven te komen. Zonder dat gedrag zullen familiebedrijven stagneren, waardoor het potentieel voor succes en groei in de toekomst zal worden gelimiteerd (Kellermanns et al., 2008).

Volgens Boling et al. (2016) heeft een ondernemersoriëntatie binnen een familiebedrijf een sterke positieve invloed op, onder andere, de ondernemingsgroei. Het is dus belangrijk als familiebedrijf om de oorspronkelijke ondernemersoriëntatie te behouden en zelfs te verbeteren doorheen de verschillende generaties (Casillas et al., 2010).

2.2 Financiële geletterdheid

CEO's worden in het algemeen beschouwd als de belangrijkste en machtigste organisatorische speler (Minichilli, Corbetta, & MacMillan, 2010; Voordeckers et al., 2007). De CEO heeft de algemene verantwoordelijkheid voor de prestatie van het bedrijf. Daarenboven zijn CEO's belangrijke spelers in het besluitvormingsproces van de organisatie (Gomez-Mejia, Makri, & Kintana, 2010). Er kan vastgesteld worden dat de dominantie van de CEO, vooral binnen het topmanagementteam, hoger ligt voor familiale CEO's dan voor extern aangeworven CEO's (Minichilli et al., 2010). Bovendien hebben familiebedrijven de neiging om afhankelijk te zijn van die enkele besluitvormer. Omwille van die redenen is het dus belangrijk om de persoonlijke karakteristieken van de CEO van familiebedrijven beter te onderzoeken (Kellermanns et al., 2008). Zo kan onderzoek naar de financiële geletterdheid van een CEO een interessante onderzoekspiste zijn.

Het definiëren van de term "financiële geletterdheid" kent ondertussen al een lange geschiedenis. Nog steeds bestaat er tussen academici geen consensus over een duidelijke definitie van financiële geletterdheid. Zo definieert de Europese Commissie financiële geletterdheid als "de kennis en de vaardigheden die nodig zijn om belangrijke financiële beslissingen te nemen" (European Commission, n.d.), terwijl *National Council on Economic Education* (NCEE) de term omschrijft als "het vertrouwd zijn met economische basisprincipes, kennis hebben over de economie van de Verenigde Staten, en het begrijpen van enkele belangrijke economische termen" (Hung, Parker, & Yoong, 2009).

Door verschillende onderzoeken uit te voeren sinds het jaar 2000, kon Remund (2010) concluderen dat de verschillende definities van financiële geletterdheid uiteenvallen in vijf categorieën. Door die vijf categorieën in acht te nemen, kwam Remund (2010) tot de volgende algemene en conceptuele definitie van financiële geletterdheid:

Financiële geletterdheid is de mate waarin iemand de belangrijkste financiële concepten begrijpt en over het vermogen en het vertrouwen beschikt om zijn persoonlijke financiën te beheren door middel van passende beslissingen op korte termijn en een gezonde financiële planning op lange termijn, zonder dat men de gebeurtenissen in het leven en de veranderingen van de economische omstandigheden uit het oog verliest. (p. 284)

2.3 Impact van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei

Een van de oudste onderzoeken omtrent financiële geletterdheid concludeert dat financiële geletterdheid beschouwd kan worden als een middel voor economische vooruitgang (Greenspan, 2002). Sinds het onderzoek van Greenspan (2002) is er meer aandacht besteed aan de impact van financiële geletterdheid op de groei van ondernemingen. De meeste studies concluderen dat er een positief verband bestaat (Adomako et al., 2015; Agyei, 2018; Hossain, 2020), enkel Sharma (2019) besluit dat er geen statistisch significant verband gevonden kan worden.

2.3.1 Positieve impact

Onderzoek toont aan dat financiële geletterdheid ervoor zorgt dat managers betere financieringsbeslissingen nemen (Adomako et al., 2015; Hossain, 2020). Door betere beslissingen te nemen, kan de groei van de onderneming gestimuleerd worden (Adomako et al., 2015). Hossain (2020) voegt daar aan toe dat financiële geletterdheid ook zorgt voor betere strategische

beslissingen die de onderneming uiteindelijk concurrerender en winstgevender maakt. Volgens hem bestaat er een sterk positief verband tussen financiële geletterdheid en de groei van een bedrijf.

Ondernemers en CEO's met meer financiële kennis zullen sneller innovatieve projecten opstarten in plaats van zich te focussen op eerder conservatieve projecten (García-Pérez-de-Lema, Ruiz-Palomo, & Diéguez-Soto, 2021). Meer financiële kennis maakt dat de CEO beter in staat is om risico's correct te interpreteren en hier tijdig op te reageren (Adomako et al., 2015). Hoe hoger de financiële geletterdheid van de CEO, hoe meer risico's de CEO zal nemen, en des te meer zij het belang zal inzien van innovatie (García-Pérez-de-Lema et al., 2021). Volgens Goedhuys en Veugelers (2012) is innovatie een essentiële drijver van ondernemingsgroei, waardoor financiële geletterdheid op die manier zal bijdragen aan de groei van de onderneming.

Volgens Agyei (2018) is financiële geletterdheid van de eigenaars van het bedrijf een belangrijke hulpbron die de groei van kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) kan stimuleren. Er wordt gesteld dat financiële geletterdheid een invloed kan hebben op de financiële beslissingen omtrent de controle over financiële middelen, de juiste toewijzing van middelen en op het bewustzijn van groeifinancieringsopties die de prestaties van het bedrijf kunnen verbeteren. Financiële kennis leidt dus tot een beter beheer van het bedrijf en tot de groei van het bedrijf (Agyei, 2018).

Evenzo concluderen Adomako et al. (2015) dat er een positief verband bestaat tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei. Financiële geletterdheid kan namelijk beschouwd worden als een interne bedrijfs capaciteit die, in combinatie met toegang tot financiering, kan leiden tot uitstekende groeieresultaten.

Ten slotte heeft financiële geletterdheid ook een significant positief effect op ondernemersparticipatie, alsook de ondernemersprestaties (Li & Qian, 2020). Zoals eerder aangehaald is ondernemend gedrag een determinant van ondernemingsgroei (Kellermanns et al., 2008), waardoor onrechtstreeks nogmaals geconcludeerd kan worden dat financiële geletterdheid bijdraagt aan ondernemingsgroei.

Echter, Sharma (2019) concludeert in zijn onderzoek dat financiële geletterdheid geen effect heeft op het succes van een KMO. Ondernemers in kmo's maken namelijk slechts weinig gebruik van hun financiële kennis. Er is dus geen grotere kans voor financieel geletterde ondernemers om succesvoller te zijn, in vergelijking met ondernemers die financieel ongeletterd zijn.

Aangezien de meerderheid van de resultaten aantoont dat er een positief verband bestaat, kan de volgende hypothese opgesteld worden:

Hypothese 1: Financiële geletterdheid van de CEO heeft een positieve impact op de ondernemingsgroei.

2.4 De impact van financiële geletterdheid op groei: de modererende rol van generatie

Volgens meerdere onderzoeken verschillen familiebedrijven en niet-familiebedrijven sterk van elkaar op meerdere vlakken (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012; Boling et al., 2016; Chirico et al., 2011; Gómez-Mejía et al., 2007; Kalm & Gomez-Mejia, 2016; Kellermanns et al., 2008). Echter, familiebedrijven verschillen ook van elkaar en kunnen niet gezien worden als een homogene groep

van bedrijven. Er bestaat dus ook enige heterogeniteit tussen familiebedrijven onderling (Chua et al., 2012; De Massis et al., 2013; Muñoz-Bullon et al., 2018; Schmid et al., 2015).

2.4.1 Familiebedrijven

Socioemotional wealth theorie

Om de verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven te verklaren, ontwikkelden Gómez-Mejía et al. (2007) de "*socioemotional wealth* (SEW) theorie". Die theorie groeide uit tot de belangrijkste eigenschap die een familiebedrijf distingueert van andere organisatievormen (Berrone et al., 2012). De SEW-theorie houdt in dat familiebedrijven zich hoofdzakelijk inzetten voor het behoud van hun *socioemotional wealth* (SEW), en dus niet voor de economische welvaart (Bauweraerts, Diaz-Moriana, & Arzubiaiga, 2020; Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia, Patel, & Zellweger, 2018; Naldi, Cennamo, Corbetta, & Gomez-Mejia, 2013; Zellweger & Dehlen, 2012). SEW wordt gedefinieerd als de niet-financiële aspecten van het bedrijf zoals de controle over het bedrijf, de familiewaarden opgenomen in de bedrijfscultuur en de emotionele band met het bedrijf (Bauweraerts et al., 2020; Berrone et al., 2012; Gómez-Mejía et al., 2007; Naldi et al., 2013).

Familiebedrijven zijn risico-avers als het gaat om het verlies van SEW, en zullen dus beslissingen vermijden die het verlies van SEW als gevolg zouden hebben (Bauweraerts et al., 2020; Chirico & Bau, 2014; Schmid et al., 2015). Het minimaliseren en vermijden van alle soorten risico's kan wel tot gevolg hebben dat de algemene economische ontwikkeling wordt gehinderd (Gómez-Mejía et al., 2007).

Echter, Gómez-Mejía et al. (2007) concluderen dat familiebedrijven wel risico's nemen om de familiecontrole (en dus SEW) te kunnen behouden. Mochten familiebedrijven geconfronteerd worden met een dilemma dat inhoudt: (1) een hoger niveau van zekerheid over de toekomstige verbetering van de financiële prestatie, maar een verlies van familiecontrole en (2) meer onzekerheid over de toekomstige financiële prestatie, maar het behoud van de familiecontrole, dan zal er gekozen worden voor de laatstgenoemde optie.

Empirische studies tonen aan dat familiebedrijven zich bijvoorbeeld minder gaan diversifiëren, ondanks het hogere bedrijfsrisico dat ze dan zullen lopen. Door te diversifiëren zullen er meer niet-familieleden aangesteld moeten worden (Berrone et al., 2012), en diversificatie leidt vaak tot het aantrekken van kapitaal via schuldfinanciering of uitgifte van aandelen (Gomez-Mejia et al., 2010). Daarenboven zorgen externe medewerkers, met meer expertise en gespecialiseerde kennis, voor een hogere informatieasymmetrie (Gomez-Mejia et al., 2010). Omwille van die redenen zal de familie minder controle hebben over de organisatie, wat nadelig is voor de SEW van de familie (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2010). Familiebedrijven prioriteren dus het behouden van de familiecontrole, ook al zou dat gepaard gaan met een verminderde prestatie van het bedrijf (Gómez-Mejía et al., 2007).

Zoals hierboven aangehaald hebben familiebedrijven de voorkeur om volledig onafhankelijk te zijn van externe investeerders. Ze vermijden dus liever schuldfinanciering en het uitgeven van aandelen. Dat maakt dat die bedrijven enkel beroep doen op het kapitaal van de familie, en dus op interne financiering. Hierdoor is er de kans dat de ondernemingsgroei wordt beperkt, aangezien

familiebedrijven niet steunen op externe financiering. Familiebedrijven stellen zich conservatief op ten opzichte van groei, en zullen zo hun volledig groeipotentieel niet benutten (Hamelin, 2013).

Eenzijds worden familiebedrijven dus gezien als risicoavers, conservatief en dus minder geneigd om ondernemende activiteiten uit te voeren (Boling et al., 2016; Stenholm et al., 2016). Anderzijds stellen veel onderzoekers dat familiebedrijven juist een geschikte basis vormen voor essentieel ondernemend gedrag dat nodig is bij de oprichting en de groei van bedrijven (Kellermanns et al., 2008; Stenholm et al., 2016).

2.4.2 Generational stage

Generational stage wordt gedefinieerd als de generatie die het familiebedrijf controleert (Sciascia et al., 2014). Een familiebedrijf van de eerste generatie is dus een familiebedrijf dat in handen is van de familieleden van de eerste generatie of de oprichtende generatie van het bedrijf. Een familiebedrijf van de tweede generatie is een bedrijf dat in handen is van de tweede generatie, enzovoort (Maseda, Iturralde, Aparicio, Boulkeroua, & Cooper, 2019).

De eerste generatie en dus de oprichtende generatie is vaak zeer toegewijd aan het bedrijf, aangezien dat één van hun belangrijkste levensverwezenlijkingen lijkt. Ze zijn vaak emotioneel gehecht aan het bedrijf waardoor ze tegen diversificatie zijn. Ze zullen, zoals eerder aangehaald, meer belang hechten aan het behouden van SEW. Latere generaties, daarentegen, hechten minder belang aan het behouden van controle en leggen meer nadruk op het behalen van economische welvaart. Financiële risico's om de welvaart van stakeholders te vergroten worden gekozen, ook al zal SEW verminderen. De eerste generatie zal zich dus meer focussen op de familiedoelstellingen terwijl latere generaties die doelstellingen juist proberen te combineren met bedrijfsdoelstellingen (zoals winst maken) (Gómez-Mejía et al., 2007; Muñoz-Bullon et al., 2018; Sciascia et al., 2014).

Vervolgens tonen latere generatie bedrijven (al vanaf de tweede generatie) meer ondernemend gedrag dan familiebedrijven die geleid worden door de eerste generatie. Die positieve relatie kan verklaard worden aan de hand van twee factoren. Ten eerste ontwikkelen familiebedrijven van de tweede generatie een oriëntatie die zich meer focust op de externe omgeving. Ten tweede is er een verschil in behoefte van de eerste en volgende generaties over het ontwikkelen van ondernemend gedrag. De eerste generatie richt het bedrijf op met een sterke wil om te ondernemen, maar in de loop der jaren wordt hun oriëntatie eerder beperkt. De tweede generatie heeft daarentegen een sterke wens om nieuwe ideeën en veranderingen in de organisatie te brengen (Casillas et al., 2010; Salvato, 2004). Ook Kellermanns et al. (2008) en Salvato (2004) tonen aan dat het voornamelijk de latere generatie is die ondernemend gedrag vertoont, en vaak dus de drijvende kracht is achter innovatie. Net als Casillas et al. (2010) tonen zij aan dat oprichters van familiebedrijven initieel zeer innovatief en ondernemend zijn, maar dat ze na verloop van tijd hun ondernemingszin verliezen (Kellermanns et al., 2008; Salvato, 2004). Ondernemend gedrag blijkt positief geassocieerd te zijn met de groei van familiebedrijven, die in handen zijn van de tweede of volgende generatie (Stenholm et al., 2016).

In dit onderzoek zal er gebruik gemaakt worden van *generational stage* om het modererend effect van generatie op de relatie tussen financiële geletterdheid van een CEO en ondernemingsgroei te onderzoeken. *Generational stage* kan gemeten worden aan de hand van het eigendom (welke

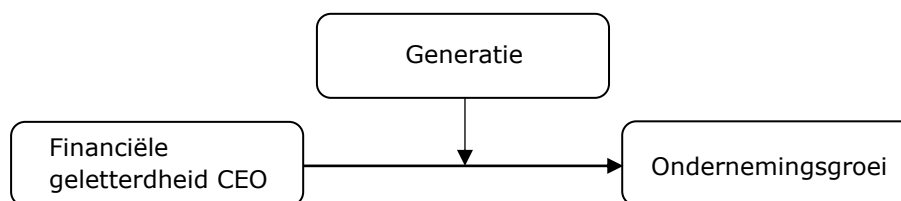
generatie het eigendom in handen heeft) en het management (welke generatie er zetelt binnen het TMT). Volgende hypothesen kunnen dus opgesteld worden op basis van bovenstaande literatuur:

Hypothese 2a: Generatie, gemeten aan de hand van management, heeft een modererend effect op de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei, op een manier zodat de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei sterker is voor familiebedrijven van een latere generatie.

Hypothese 2b: Generatie, gemeten aan de hand van eigendom, heeft een modererend effect op de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei, op een manier zodat de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei sterker is voor familiebedrijven van een latere generatie.

Met andere woorden, binnen bedrijven van de eerste generatie leidt een hoge financiële geletterdheid slechts in beperkte mate tot een hogere ondernemingsgroei, omdat men SEW boven financiële doelstellingen plaatst. De CEO's van zulke bedrijven hebben de kennis om te beslissen welke opties leiden tot meer groei, maar zullen minder geneigd zijn die te nemen, aangezien groei vaak gepaard gaat met risico's en controleverlies. Risico's en controleverlies doen SEW afnemen. Ze zullen hun financiële geletterdheid dus slechts in beperkte mate benutten. Binnen latere generatie bedrijven is een hogere financiële geletterdheid wel bevorderlijk voor de ondernemingsgroei. In zulke bedrijven zijn de financiële doelstellingen belangrijker dan het behoud van SEW, en worden groei-opties meer benut ondanks de bijhorende risico's. Hier wordt de financiële kennis van de CEO dus ook meer benut (Diéguez-Soto et al., 2021).

Deze studie zal het effect van de financiële geletterdheid van de CEO op de ondernemingsgroei onderzoeken. Generatie zal een modererend effect hebben op die relatie. Het conceptueel model is geïllustreerd in *Figuur 1* hieronder.



Figuur 1 Conceptueel model

3 Empirisch onderzoek

3.1 Dataverzameling

Het empirisch onderzoek is gebaseerd op een dataset die tot stand is gebracht door drs. Katrien Jansen. In het kader van haar doctoraatsonderzoek werden er in december 2019 enquêtes verstuurd naar de CEO's van 5 005 Belgische bedrijven. Die enquêtes werden gevolgd door een herinnering op dag 8 en dag 29 na de eerste verzending van de vragenlijst. De geselecteerde ondernemingen waren Belgische bedrijven met 10 tot 500 werknemers in Vlaanderen, allemaal besloten vennootschappen, niet actief in de financiële of overheidssector en geen holdings. In totaal werden er 546 antwoorden ontvangen, wat overeenstemt met een responspercentage van 10,91 procent.

Daarnaast werd de dataset uitgebreid met financiële data uit de Bel-first database. Die database is publiekelijk beschikbaar en bevat gedetailleerde financiële informatie over Belgische ondernemingen. Uit Bel-first werden onder andere de totale activa in 2017 tot en met 2020 geselecteerd, om zo de ondernemingsgroei te kunnen meten.

3.2 Aanpak

De dataset bestaat uit uitsluitend familiebedrijven. Uit meerdere onderzoeken kan er geconcludeerd worden dat er nog steeds geen consensus bestaat over een algemeen aanvaardbare definitie van een familiebedrijf (Klein, Astrachan, & Smyrnios, 2005; Schmid et al., 2015; Shepherd & Haynie, 2009). Echter, er kan wel een definitie gevormd worden door gebruik te maken van de verschillende kenmerken die een familiebedrijf zou moeten bezitten (Chirico & Bau, 2014; Chirico et al., 2011; Maseda et al., 2019). Een familiebedrijf is een bedrijf waar één familie controle uitoefent over de organisatie en haar bedrijfsstrategie. Dat kan gebeuren door het hebben van eigendom, door het deel uitmaken van het topmanagementteam en/of via het uitoefenen van bestuursfuncties (Maseda et al., 2019). Volgens Chirico en Bau (2014) is er nog een bijkomend kenmerk: de familie moet het bedrijf wel degelijk erkennen als een familiebedrijf.

In deze studie definiëren we een familiebedrijf als een bedrijf waar minstens 50 % van de aandelen in handen is van één familie (Stenholm et al., 2016), en/of waar de familie het bedrijf wel degelijk erkent als familiebedrijf (Chirico & Bau, 2014). Hierdoor zal er gebruik gemaakt worden van de observaties waarbij de variabele *FB_Aandelen* en/of de variabele *FB_Perceptie* als waarde '1' hebben.

Bedrijven die volgens bovenstaande definitie geen familiebedrijf zijn, werden uitgesloten voor dit onderzoek. Daarnaast werd er aan *data cleaning* gedaan om *missing values* en eventuele *outliers* te verwijderen. Een *outlier* of uitschieter wordt gedefinieerd als een sterke afwijking van de rest van de data. Om de *outliers* te identificeren, is er gebruik gemaakt van een grafische weergave van de data, zoals een histogram. Daarnaast werd er ook gekeken naar het gemiddelde en de standaarddeviatie. Er is sprake van een *outlier* als een observatie drie standaarddeviaties van het gemiddelde ligt. De *missing values* en *outliers* zijn enkel verwijderd bij de variabelen die gebruikt zullen worden tijdens de regressies. Hierna bleven er nog 250 bedrijven over.

3.3 Empirisch model

De modererende analyse zal uitgevoerd worden conform de Hayes-methode, met een categorische modererende variabele. De modererende variabele (generatie in dit onderzoek) neemt dus de vorm aan van verschillende categorieën (aantal categorieën = g): eerste generatie, tweede generatie, en

derde en latere generatie. In dit model zullen er $g - 1$ modererende variabelen worden opgenomen, twee bijgevolg. Daarnaast omvat het model een onafhankelijke variabele, namelijk financiële geletterdheid. Om het model te vervolledigen, zullen er interactie-effecten worden opgenomen, berekend als het product van de modererende variabele (D_x) en de onafhankelijke variabele (W). Ten slotte worden er ook enkele controlevariabelen (e_Y) opgenomen (Hayes & Little, 2013). Het algemeen empirisch model zal er dus als volgt uitzien:

$$\hat{Y} = b_0 + b_1D_1 + b_2D_2 + b_3W + b_4D_1W + b_5D_2W + e_Y$$

Specifiek voor dit onderzoek ziet het model er als volgt uit:

$$\widehat{\text{Ondernemingsgroei}} = b_0 + b_1\text{Gen1} + b_2\text{Gen2} + b_3\text{FG} + b_4\text{Gen1FG} + b_5\text{Gen2FG} + e_Y$$

Om de analyse uit te voeren, wordt er gebruik gemaakt van de process macro voor SPSS. Door de analyses uit te voeren aan de hand van het programma zal de categorische modererende variabele automatisch in meerdere dummies worden verdeeld, en zullen alle regressies in één keer worden uitgevoerd.

3.4 Beschrijving van de variabelen

3.4.1 Afhankelijke variabele

Als afhankelijke variabele zal er in dit regressiemodel *Ondernemingsgroei* gebruikt worden. Volgens Coad en Hölzl (2012) zijn er een aantal manieren om ondernemingsgroei te meten, waaronder ook de groei in de totale activa. Diéguez-Soto, Martínez-Romero, Corten, en Michiels (2021) geven aan dat de groei in totale activa een goede indicator voor ondernemingsgroei is in dit soort studies. Verhogingen in activa zijn namelijk afhankelijk van de beslissingen van de CEO's, en de groei in activa gaat vaak gepaard met extern eigen vermogen en/of een schuldenlast. Beiden kunnen worden beïnvloed door het niveau van financiële geletterdheid van de CEO.

De ondernemingsgroei zal berekend worden tussen 2018 en 2019. Het is namelijk zo dat er gekeken wordt naar de financiële geletterdheid in 2018, en het effect daarvan zal vastgesteld kunnen worden in 2019.

$$\text{Ondernemingsgroei} = \frac{\text{TotaalActiva 2019} - \text{TotaalActiva2018}}{\text{TotaalActiva2018}}$$

3.4.2 Onafhankelijke variabele

Financiële geletterdheid zal gebruikt worden als onafhankelijke variabele. In het onderzoek van Koropp, Grichnik, en Kellermanns (2013) werd financiële geletterdheid gemeten aan de hand van een reeks van zes vragen met betrekking tot de financiering van familiebedrijven. Ook in de survey kunnen die zes vragen teruggevonden worden. De vragen luiden als volgt:

- 1) Investerings moeten worden gefinancierd met overgedragen winsten zolang de kosten van schuldfinanciering lager zijn dan het rendement op activa (ROA) van het bedrijf.
- 2) Een bedrijf waarvan de lange termijn activa worden gefinancierd door eigen vermogen, moet zeker korte termijn schulden gebruiken als financieringsbron voor de overname van een nieuwe fabriek.

- 3) Afhankelijk van hun structuur moeten hybride financiële instrumenten worden toegewezen aan het eigen of het vreemd vermogen op de balans.
- 4) Jonge, snelgroeiende bedrijven uit de hightechsector moeten hun investeringen hoofdzakelijk financieren met langlopende bankkredieten.
- 5) Het uitgeven van preferente aandelen is een goede manier voor beursgenoteerde familiebedrijven om de invloed van niet-familiale aandeelhouders voor altijd in te perken.
- 6) Stel dat u van een leverancier de keuze krijgt tussen betalen binnen 30 dagen of contant betalen (= binnen 10 dagen) waarvoor u dan 2% korting krijgt. Hoeveel bedraagt dan voor u bij benadering het voordeel van contante betaling, uitgedrukt in een percentage op jaarbasis?

Op iedere vraag kon de respondent "oneens", "eens", of "ik weet het niet" antwoorden. Slechts één antwoord was correct. De variabele *FG_Score* geeft de totaalscore weer van het testje, en zal gebruikt worden om financiële geletterdheid te meten (Koropp et al., 2013).

3.4.3 Modererende variabelen

Een modererende variabele is een variabele die een bijkomend effect heeft op de relatie tussen de onafhankelijke en de afhankelijke variabele. Het is dus de aanwezigheid van een derde variabele (de modererende variabele) die de oorspronkelijke relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen wijzigt (Bougie & Sekaran, 2019). Als modererende variabele zal er in dit onderzoek gebruik gemaakt worden van generatie. Zoals aangegeven in de literatuurstudie zal *generational stage* op twee verschillende manieren gemeten worden.

Eenzijds zal *TMT_Gen* gebruikt worden. Hiermee wordt er gemeten welke generatie zetelt binnen het topmanagementteam. Een bedrijf waar zowel de eerste als de tweede generatie zetelt, zal beschouwd worden als een bedrijf van de tweede generatie. Er zal dus rekening gehouden worden met de "nieuwste" generatie. *TMT_Gen* is ten eerste omgevormd naar een variabele die aanduidt welke "nieuwste" generatie zetelt binnen het TMT, *Gen_TMT*. Vervolgens wordt die variabele getransformeerd in drie dichotome variabelen: *TMT_Gen1* die aangeeft of het een familiebedrijf is van de eerste generatie, *TMT_Gen2* die signaleert of het een familiebedrijf is van de tweede generatie en *TMT_Gen3* die toont dat het een bedrijf is van de derde of latere generatie. Omwille van de *dummy variable trap* zal er telkens één dummy niet opgenomen worden in het regressiemodel.

Anderzijds zal *Eig_Gen* gebruikt worden om de *generational stage* te meten. Aan de hand van die variabele wordt er aangegeven welke generatie momenteel het eigendom in handen heeft. Wederom zal een bedrijf waar zowel de eerste als de tweede generatie het eigendom in handen heeft, beschouwd worden als een bedrijf van de tweede generatie. Net zoals bij *TMT_Gen*, zal ook *Eig_Gen* eerst getransformeerd worden in *Gen_Eig*, waarna er drie dichotome variabelen gevormd worden, waarbij één dummy niet opgenomen zal worden omwille van de *dummy variable trap*.

De variabelen *Gen_TMT* en *Gen_Eig* zijn de variabelen die we uitsluitend zullen gebruiken voor de beschrijvende analyse. *TMT_GenX* en *Eig_GenX* zullen gebruikt worden in de empirische resultaten.

3.4.4 Controlevariabelen

Tenslotte worden er ook enkele controlevariabelen opgenomen in dit model. Het effect van die variabelen moet onder controle worden gehouden, aangezien ze een invloed hebben op de

afhankelijke variabele. Als de controlevariabelen niet worden opgenomen in het regressiemodel, en toch een invloed lijken te hebben, kan er sprake zijn van "omitted variable bias". Hierdoor kan de schatting van de coëfficiënten vertekend zijn (Stock & Watson, 2020). De uitgebreide redenering voor het opnemen van onderstaande controlevariabelen is opgenomen in de literatuurstudie.

Ten eerste wordt er gecontroleerd voor de leeftijd van het bedrijf, gemeten aan de hand van een natuurlijk logaritme om de data te corrigeren naar meer normaal verdeelde data. Dat zal gebeuren aan de hand van de variabele *LnOuderdom_bedrijf*. Aangezien in de survey werd gevraagd naar het jaar van de oprichting van het bedrijf en de vragenlijst dateert van 2018, wordt de variabele bepaald in het basisjaar 2018. Vervolgens wordt er gecontroleerd voor de grootte van het bedrijf, aan de hand van de variabele *LnWN2018*. Die variabele geeft een indicatie van het totaal aantal werknemers, in voltijds equivalenten, op 31 december 2018. Wederom is er een natuurlijk logaritme genomen van die variabele. Ten slotte hebben de laatste controlevariabelen betrekking op de eigenschappen van de CEO. Er zal in dit regressiemodel dus gecontroleerd worden voor het diploma van de CEO (*CEO_Diploma*), het type diploma van de CEO (*CEO_Diploma_Type*), het geslacht van de CEO (*Geslacht_CEO*) en de variabele *NFamCEO*. *NFamCEO* geeft aan of de CEO een deel van de familie is, en of er dus een familiale CEO aanwezig is.

CEO_Diploma_Type zal weergegeven worden aan de hand van vier dichotome variabelen. *CEO_Diploma_FinAcc* toont aan dat de CEO een economisch diploma heeft, met de specialisatie financiering of accounting. Daarnaast geeft *CEO_Diploma_Eco* aan dat de CEO een economisch diploma heeft met een andere specialisatie dan financiering of accounting. *CEO_Diploma_Tech* is van toepassing wanneer de CEO een technisch diploma heeft, *CEO_Diploma_Anders* is van kracht wanneer de CEO een ander diploma heeft dan de bovenstaande opties. Om een *dummy variable trap* te voorkomen, zal *CEO_Diploma_Anders* niet opgenomen worden in het regressiemodel.

Afhankelijke variabelen	
Ondernemingsgroei	De groei in de totale activa tussen 2018 en 2019.
Onafhankelijke variabelen	
FG_Score	De totaalscore van de respondent behaald in de financiële geletterdheid test.
Modererende variabelen	
TMT_Gen	Welke nieuwste generatie er zetelt binnen het TMT. Dichotome variabele: 1 als die generatie actief is in het TMT, 0 als die generatie niet actief is.
Eig_Gen	Welke generatie het eigendom in handen heeft. Dichotome variabele: 1 als die generatie het eigendom in handen heeft, 0 als dat niet het geval is.
Controlevariabelen	
LnOuderdom_Bedrijf	Natuurlijk logaritme van de leeftijd van het bedrijf (met leeftijd = hoe lang het bedrijf in 2018 al bestond).
LnWN2018	Natuurlijk logaritme van het totaal aantal werknemers, in voltijds equivalenten, op 31 december 2018.
CEO_Diploma	Het hoogst behaalde diploma van de CEO. 1 staat voor lager secundair onderwijs, 2 voor hoger secundair onderwijs, 3 voor hoger onderwijs van het korte type, 4 voor hoger onderwijs van het lange type en 5 voor ander.
CEO_Diploma_Type	Welk type diploma de CEO in handen heeft. Dichotome variabele: 1 als hij dat soort type diploma bezit, 0 als dat niet het geval is.
Geslacht_CEO	Het geslacht van de CEO, waarbij 0 staat voor man, 1 voor vrouw en 3 voor X.
NFamCEO	Geeft aan of de CEO een deel van de familie is. Dummy variabele: 0 als hij/zij deel is van de familie, 1 als dat niet het geval is.

Tabel 1 Beschrijving variabelen

3.5 Beschrijvende analyse

3.5.1 Beschrijvende statistieken

In *Tabel 2* worden enkele beschrijvende statistieken weergegeven voor de variabelen die gehanteerd worden in het regressiemodel. Voor *LnOuderdom_Bedrijf* en *LnWN2018* is er gekozen om de statistieken weer te geven van de niet-logaritmen, aangezien die statistieken beter te interpreteren zijn. De dataset bevat uiteindelijk 250 bedrijven. Naast het aantal observaties wordt er in de tabel ook het minimum, maximum, gemiddelde, mediaan en standaardafwijking vermeld voor alle variabelen.

Zo hebben de geanalyseerde bedrijven een gemiddelde ondernemingsgroei van 0,0350, met een minimum van -0,55 en een maximum van 1,65. De mediaan van de steekproef is 0,0195, en de standaardafwijking bedraagt 0,1981.

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan	Standaardafwijking
Ondernemingsgroei	-0,55	1,65	0,0350	0,0195	0,1981
FG_Score	1 908,00	2 731,00	2 040,3353	2 017	90,8392
TMT_Gen	1	3	1,95	2	0,743
Eig_Gen	1	3	1,80	2	0,748
Ouderdom_Bedrijf	1	173	43,34	37	23,30831
WN2018	7	277	38,87	23,5	43,589
CEO_Diploma	1	5	3,35	4	0,871
CEO_Diploma_Type	1	4	2,57	3	1,012
Geslacht_CEO	0	1	0,13	0	0,339
NFamCEO	0	1	0,21	0	0,410

Tabel 2 Algemene Beschrijvende statistieken

Opmerking: N = 250

Uit onderstaande tabel (*Tabel 3*) kan worden afgeleid dat er 217 bedrijven zijn waar er een mannelijke CEO aan het hoofd staat, 33 bedrijven hebben een vrouwelijke CEO. Daarnaast zien we dat het merendeel van de CEO's (78,8%) deel is van de familie. Verder hebben 9 CEO's slechts het lager secundair onderwijs doorlopen, 35 het hoger secundair onderwijs. 70 CEO's zijn in het bezit van een diploma van een hogeschool, 132 bedrijfsleiders beschikken over een universitair diploma en 4 CEO's hebben een ander diploma. Als er wordt gekeken naar het type diploma kan er worden geconcludeerd dat 45 CEO's zich hebben gespecialiseerd in financiering of accounting, 69 CEO's bezitten een economisch diploma met een andere specialisatie, 84 CEO's hebben een technisch diploma en 52 bedrijfsleiders zijn in het bezit van een ander type diploma.

Daarnaast kan in *Tabel 3* kan worden vastgesteld dat de meeste familiebedrijven uit de steekproef een topmanagementteam hebben waar de tweede generatie de "nieuwste" generatie blijkt. De meeste bedrijven zijn dus familiebedrijven van de tweede generatie, als er wordt gekeken naar het TMT. Als er wordt gekeken naar welke generatie het eigendom in handen heeft, kan er geconcludeerd worden dat er 101 familiebedrijven zijn van de tweede generatie. Ten slotte kan er worden waargenomen dat van de 250 observaties er 194 zijn ingevuld door de CEO, 33 door de CFO en 23 door iemand anders binnen het familiebedrijf. De samenhang binnen een familiebedrijf is zo groot dat het er niet toedoet wie de vragenlijst heeft ingevuld.

Variabelen	Aantal	Percentage
Geslacht CEO		
Man	217	86,8%
Vrouw	33	13,2%
NFamCEO		
Deel van de fam.	197	78,8%
Geen deel van de fam.	53	21,2%
CEO_Diploma		
Lager secundair onderwijs	9	3,6%
Hoger secundair onderwijs	35	14,0%
Hogeschool	70	28,0%
Universiteit	132	52,8%
Ander	4	1,6%
CEO_Type_Diploma		
Economisch – specialisatie fin. of acc.	45	18,0%
Economisch – andere specialisatie	69	27,6%
Technisch	84	33,6%
Ander	52	20,8%
Gen_TMT		
Eerste generatie	75	30,0%
Tweede generatie	112	44,8%
Derde en latere generatie	63	25,2%
Gen_Eig		
Eerste generatie	99	39,6%
Tweede generatie	101	40,4%
Derde en latere generatie	50	20,0%
Functie		
CEO/Algemeen directeur	194	77,6%
CFO/Financieel directeur	33	13,2%
Andere	23	9,2%

Tabel 3 Frequentietabel

3.5.2 Correlatietabel

Onderstaande tabel (*Tabel 4*) geeft de correlatie weer tussen twee variabelen van het regressiemodel. De Pearson correlatiecoëfficiënt situeert zich tussen -1 en +1. Er kan onder andere worden vastgesteld dat er een positieve correlatie bestaat, die significant is op 1 procent significantieniveau, tussen de variabele *Ondernemingsgroei* en de variabele *FG_Score*. Een positieve correlatie, op 5 procent significantieniveau, is dan weer terug te vinden tussen *Ondernemingsgroei* en de variabelen *TMT_Gen*, *Eig_Gen* en *LnOuderdom_Bedrijf*. Daarnaast kan er ook een logische positieve correlatie worden vastgesteld tussen *LnOuderdom_Bedrijf* en de variabelen *TMT_Gen* en *Eig_Gen* die significant is op 1 procent significantieniveau. Hoe ouder het bedrijf is, hoe hoger de kans op een bedrijf van een latere generatie. Ten slotte kan er ook een correlatie worden geconstateerd tussen *NFamCEO* en *LnWN2018*, die significant is op 1 procent significantieniveau.

	Ondernemingsgroei	FG_Score	TMT_Gen	Eig_Gen	LnOuderdom_Bedrijf	LnWN2018	CEO_Diploma	CEO_Diploma_Type	Geslacht_CEO	NFamCEO
Ondernemingsgroei	1,000									
FG_Score	0,232***	1,000								
TMT_Gen	-0,153**	-0,040	1,000							
Eig_Gen	-0,142**	-0,037	0,836***	1,000						
LnOuderdom_Bedrijf	-0,130**	-0,175***	0,417***	0,365***	1,000					
LnWN2018	-0,025	0,441***	0,153**	0,163***	0,172***	1,000				
CEO_Diploma	-0,035	0,110	0,026	0,062	-0,010	0,100	1,000			
CEO_Diploma_Type	-0,007	-0,079	-0,086	-0,143**	-0,058	-0,105	-0,136**	1,000		
Geslacht_CEO	-0,038	-0,070	0,089	0,087	-0,016	-0,088	0,048	0,037	1,000	
NFamCEO	0,001	0,242***	0,113	0,136**	-0,010	0,307***	0,243***	-0,206***	-0,116	1,000

Tabel 4 Correlatietabel

Opmerkingen: **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 5 en 1 procent.
N = 250

3.6 Empirische resultaten

In dit onderzoek wordt er een moderatie-analyse uitgevoerd waarbij er wordt nagegaan of de sterkte van de relatie tussen de financiële geletterdheid van de CEO en de ondernemingsgroei wordt beïnvloed door een moderator (namelijk de generatie).

3.6.1 Regressievergelijking hypothese 1

De resultaten worden samengevat in *Tabel 5*. Model 1 test hypothese 1, en dus de relatie tussen de financiële geletterdheid van de CEO en ondernemingsgroei, zonder het effect van generatie mee te nemen.

	Coëfficiënt	Standaarderror coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	-1,062***	0,344	-3,086	0,002
Onafhankelijke variabele				
FG_Score	0,001***	0,000	3,990	<0,001
Controlevariabelen				
LnOuderdom_Bedrijf	-0,019	0,024	-0,788	0,432
LnWN2018	-0,034*	0,019	-1,838	0,067
CEO_Diploma	-0,009	0,015	-0,620	0,536
CEO_Diploma_FinAcc ^a	-0,001	0,034	-0,027	0,979
CEO_Diploma_Tech	0,013	0,029	0,440	0,660
CEO_Diploma_Eco	0,001	0,029	0,042	0,967
Geslacht_CEO	-0,017	0,037	-0,451	0,652
NFamCEO	-0,010	0,033	-0,299	0,765
Aantal observaties				250
F				2,368**
R ²				0,082
Adjusted R ²				0,047
p				0,014

Tabel 5 Regressieanalyse hypothese 1

Opmerkingen: *, **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

^aCEO_Diploma_Anders is de weggelaten vergelijgingscategorie.

Bovenstaand model toont aan dat de financiële geletterdheid van de CEO een positief en significant effect heeft op de ondernemingsgroei ($\beta = 0,001; p < 0,001$). Bovendien bedraagt R² 8,2 procent, wat betekent dat 8,2 procent van de variantie van *Ondernemingsgroei* wordt verklaard door de variabelen van het regressiemodel. De p-waarde van Model 1 bedraagt 0,014, waardoor het model significant is op het 5 procent significantieniveau. Hypothese 1 kan dus aanvaard worden.

Mocht er een andere variabele dan *CEO_Diploma_Anders* worden weggelaten, bekomen we gelijkaardige resultaten.

3.6.2 Regressievergelijking hypothese 2a

De resultaten van Model 2 worden samengevat in *Tabel 6* en *Tabel 7*. Model 2 test hypothese 2a. Om het modererend effect van generatie te meten, worden er in *Tabel 6* twee interactie-effecten opgenomen, namelijk: *FG_Score*TMT_Gen2* en *FG_Score*TMT_Gen3*. Vervolgens wordt het model opnieuw uitgevoerd met een andere vergelijkingscategorie om een uitspraak te kunnen doen over het verschil tussen familiebedrijven van de tweede generatie en familiebedrijven van de derde of latere generatie. Die resultaten zijn terug te vinden in *Tabel 7*.

	Coëfficiënt	Standaarderror coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	-2,7880***	0,4654	-5,9903	<0,001
Onafhankelijke variabele				
FG_Score	0,0015***	0,0002	6,5879	<0,001
Controlevariabelen				
LnOuderdom_Bedrijf	-0,0153	0,0250	-0,6131	0,5404
LnWN2018	-0,0210	0,0180	-1,1653	0,2451
CEO_Diploma	-0,0075	0,0145	-0,5145	0,6074
CEO_Diploma_FinAcc ^a	-0,0097	0,0322	-0,3009	0,7638
CEO_Diploma_Tech	0,0080	0,0279	0,2865	0,7748
CEO_Diploma_Eco	-0,0078	0,0276	-0,2825	0,7778
Geslacht_CEO	-0,0303	0,0357	-0,8503	0,3960
NFamCEO	-0,0165	0,0321	-0,5133	0,6082
Modererende variabelen				
TMT_Gen2 ^b	2,9943***	0,6448	4,6441	<0,001
TMT_Gen3	2,6183***	0,6537	4,0054	<0,001
Interactie-effecten				
FG * tweede generatie (TMT_Gen2)	-0,0015***	0,0003	-4,6874	<0,001
FG * derde en latere generatie (TMT_Gen3)	-0,0013***	0,0003	-4,1017	<0,001
Aantal observaties				250
F				4,0790***
R ²				0,1835
Adjusted R ²				0,138
p				<0,001

Tabel 6 Regressieanalyse hypothese 2a

Opmerkingen: *, **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

^a CEO_Diploma_Anders is de weggelaten vergelijkingscategorie.

^b TMT_Gen1 (eerste generatie familiebedrijven) is de weggelaten vergelijkingscategorie.

Bovenstaand model toont aan dat financiële geletterdheid een sterker effect kent op ondernemingsgroei in een eerste generatie familiebedrijf dan voor een familiebedrijf van de tweede generatie ($\beta = -0,0015; p < 0,001$) en voor een familiebedrijf van de derde of latere generatie ($\beta = -0,0013; p < 0,001$). Daarnaast kan er vastgesteld worden dat de modererende variabelen *TMT_Gen2* en *TMT_Gen3* een direct positief effect hebben op ondernemingsgroei ($\beta = 2,9943; p < 0,001$ en $\beta = 2,6183; p < 0,001$). Die resultaten zorgen ervoor dat hypothese 2a verworpen wordt. Door de interactie-effecten toe te voegen, kan er vastgesteld worden dat er een stijging is van 10 procent in de verklaarde variantie. Model 2 heeft een p-waarde kleiner dan 0,001 waardoor het model significant is op het 1 procent significantieniveau.

	Coëfficiënt	Standaarderror coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	0,206	0,505	0,409	0,693
Onafhankelijke variabele				
FG_Score	0	0	-0,023	0,982
LnOuderdom_Bedrijf	-0,015	0,025	-0,613	0,540
LnWN2018	-0,021	0,018	-1,165	0,245
CEO_Diploma	-0,007	0,015	-0,514	0,607
CEO_Diploma_FinAcc ^a	-0,010	0,032	-0,301	0,764
CEO_Diploma_Tech	0,008	0,028	0,286	0,775
CEO_Diploma_Eco	-0,008	0,028	-0,282	0,778
Geslacht_CEO	-0,030	0,036	-0,850	0,396
NFamCEO	-0,016	0,032	-0,513	0,608
TMT_Gen1 ^b	-2,994***	0,645	-4,644	<0,001
TMT_Gen3	-0,376	0,663	-0,567	0,571
FG * eerste generatie (TMT_Gen1)	0,001***	0	4,687	<0,001
FG * derde en latere generatie (TMT_Gen3)	0	0	0,519	0,604
Aantal observaties				250
F				4,079***
R ²				0,183
Adjusted R ²				0,138
p				<0,001

Tabel 7 Regressieanalyse hypothese 2a

Opmerkingen: *, **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

^a CEO_Diploma_Anders is de weggelaten vergelijkingscategorie.

^b TMT_Gen2 (tweede generatie familiebedrijven) is de weggelaten vergelijkingscategorie.

Bovenstaande tabel toont dat financiële geletterdheid een zwakker effect kent op ondernemingsgroei in een tweede generatie familiebedrijf dan voor een familiebedrijf van de eerste generatie ($\beta = 0,001; p < 0,001$). Het directe effect van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei blijkt nu niet significant te zijn ($\beta = 0; p = 0,982$). Dat wil zeggen dat financiële geletterdheid enkel een significant positief effect heeft op groei in eerste generatie familiebedrijven, en niet in familiebedrijven van een tweede of latere generatie. Het effect van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei is even sterk in een tweede generatie familiebedrijf als in een familiebedrijf van de derde en latere generatie. Daarenboven heeft *TMT_Gen1* een direct negatieve invloed op ondernemingsgroei ($\beta = -2,994; p < 0,001$). Wederom tonen die resultaten aan dat hypothese 2a verworpen kan worden.

3.6.3 Regressievergelijking hypothese 2b

De resultaten aangaande Model 3 worden samengevat in *Tabel 8* en *Tabel 9*. Dit model zal hypothese 2b testen. Om het modererend effect van generatie te meten, worden er in dit model twee interactie-effecten opgenomen, namelijk: *FG_Score*Eig_Gen2* en *FG_Score*Eig_Gen3*. Vervolgens wordt het model opnieuw uitgevoerd met een andere vergelijkingscategorie om een uitspraak te kunnen doen over het verschil tussen familiebedrijven van de tweede generatie en familiebedrijven van de derde of latere generatie. Die resultaten zijn terug te vinden in *Tabel 9*.

	Coëfficiënt	Standaarderror coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	-2,1834***	0,4471	-4,8836	<0,001
Onafhankelijke variabele				
FG_Score	0,0012***	0,0002	5,5116	<0,001
Controlevariabelen				
LnOuderdom_Bedrijf	-0,0166	0,0249	-0,6666	0,5057
LnWN2018	-0,0216	0,0185	-1,161	0,2435
CEO_Diploma	-0,0075	0,0149	-0,5057	0,6135
CEO_Diploma_FinAcc ^a	-0,0031	0,0331	-0,0926	0,9263
CEO_Diploma_Tech	0,0098	0,0286	0,3420	0,7326
CEO_Diploma_Eco	-0,0056	0,0280	-0,1994	0,8421
Geslacht_CEO	-0,0304	0,0367	-0,8301	0,4073
NFamCEO	-0,0117	0,0329	-0,3539	0,7237
Modererende variabelen				
Eig_Gen2 ^b	2,0393***	0,6841	2,9809	0,0032
Eig_Gen3	2,0857***	0,6487	3,2152	0,0015
Interactie-effecten				
FG * tweede generatie (Eig_Gen2)	-0,0010***	0,0003	-3,0120	0,0029
FG * derde en latere generatie (Eig_Gen3)	-0,0010***	0,0003	-3,2988	0,0011

Aantal observaties	250
F	2,9691***
R ²	0,1406
Adjusted R ²	0,093
p	<0,001

Tabel 8 Regressieanalyse hypothese 2b

Opmerkingen: *, **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

^a CEO_Diploma_Anders is de weggelaten vergelijkingscategorie.

^b Eig_Gen1 (eerste generatie familiebedrijven) is de weggelaten vergelijkingscategorie.

Wanneer generatie gemeten wordt aan de hand van de generatie die het eigendom in handen heeft, worden er gelijkaardige resultaten bekomen. Financiële geletterdheid kent namelijk een sterkere invloed op ondernemingsgroei in eerste generatie familiebedrijven in vergelijking met familiebedrijven van de tweede generatie ($\beta = -0,001; p < 0,01$) en familiebedrijven van de derde of latere generatie ($\beta = -0,001; p < 0,01$). Daarenboven kennen de modererende variabelen *Eig_Gen2* en *Eig_Gen3* een direct positief effect op de ondernemingsgroei ($\beta = 2,0393; p < 0,001$ en $\beta = 2,0857; p < 0,001$). Hypothese 2b zal dus verworpen worden. In vergelijking met Model 2 kan vastgesteld worden dat R² lager ligt waardoor Model 3 minder variantie in de afhankelijke variabele verklaart. Afgezien daarvan heeft Model 3 een p-waarde kleiner dan 0,001, wat maakt dat bovenstaand model significant is op het 1 procent significantieniveau.

	Coëfficiënt	Standaarderror coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	-0,144	0,572	-0,252	0,801
Onafhankelijke variabele				
FG_Score	0	0	0,591	0,555
Controlevariabelen				
LnOuderdom_Bedrijf	-0,017	0,025	-0,667	0,506
LnWN2018	-0,022	0,019	-1,169	0,244
CEO_Diploma	-0,008	0,015	-0,506	0,614
CEO_Diploma_FinAcc ^a	-0,003	0,033	-0,093	0,926
CEO_Diploma_Tech	0,010	0,029	0,342	0,733
CEO_Diploma_Eco	-0,006	0,028	-0,199	0,842
Geslacht_CEO	-0,030	0,037	-0,830	0,407
NFamCEO	-0,012	0,033	-0,354	0,724
Modererende variabelen				
Eig_Gen1 ^b	-2,039***	0,684	-2,981	0,003
Eig_Gen3	0,046	0,720	0,065	0,949
Interactie-effecten				
FG * eerste generatie (Eig_Gen1)	0,001***	0	3,012	0,003

FG * derde en latere generatie (Eig_Gen3)	0	0	-0,099	0,922
Aantal observaties				250
F				2,969***
R ²				0,141
Adjusted R ²				0,093
p				<0,001

Tabel 9 Regressieanalyse hypothese 2b

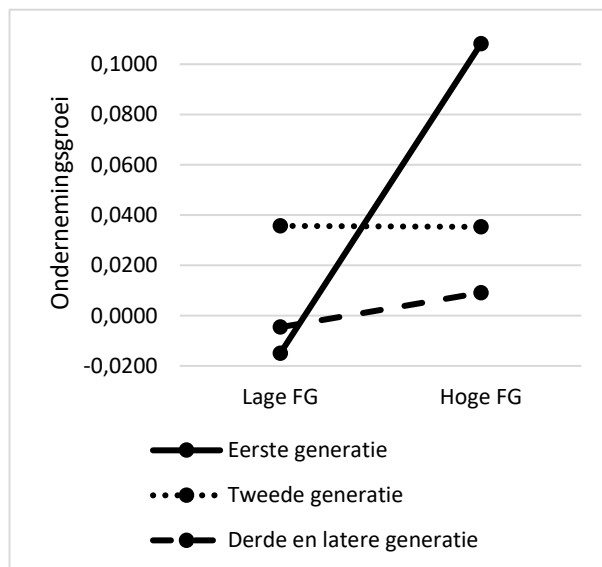
Opmerkingen: *, **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

^a CEO_Diploma_Anders is de weggelaten vergelijkingscategorie.

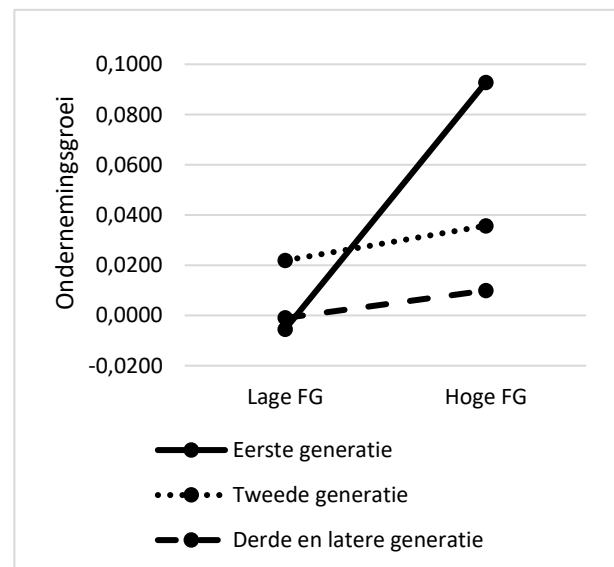
^b Eig_Gen2 (tweede generatie familiebedrijven) is de weggelaten vergelijkingscategorie.

Bovenstaande tabel bewijst dat financiële geletterdheid een zwakker effect kent op ondernemingsgroei in een tweede generatie familiebedrijf dan voor een familiebedrijf van de eerste generatie ($\beta = 0,001; p < 0,001$). Financiële geletterdheid blijkt namelijk geen direct effect te hebben op ondernemingsgroei in familiebedrijven van de tweede generatie ($\beta = 0; p = 0,555$). Het effect van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei is gelijk in een tweede generatie familiebedrijf als in een familiebedrijf van de derde en latere generatie. Bovendien heeft *Eig_Gen1* een direct negatieve invloed op ondernemingsgroei ($\beta = -2,093; p < 0,001$). Opnieuw toont die uitkomst aan dat hypothese 2b verworpen kan worden.

Om de resultaten beter te kunnen interpreteren, is het modererend effect van generatie op de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei ook weergegeven in *Grafiek 1* en *Grafiek 2*.



Grafiek 1 Visuele representatie modererend effect generatie (a.d.h.v. TMT)



Grafiek 2 Visuele representatie modererend effect generatie (a.d.h.v. eigendom)

Uit bovenstaande grafieken kan er wederom geconcludeerd worden dat de hypothesen 2a en 2b verworpen kunnen worden. Er kan duidelijk vastgesteld worden dat het effect van financiële

geletterdheid op ondernemingsgroei het sterkste is in een familiebedrijf van de eerste generatie in vergelijking met de andere categorieën van generaties.

3.7 Robuustheidstest

Er zijn ook enkele robuustheidstests uitgevoerd. Ten eerste is er gekozen om de variabele *Ondernemingsgroei* over een langere periode te meten, namelijk tussen 2017 en 2019. Onderstaande tabel (*Tabel 10*) vat de resultaten voor de drie modellen samen. Ondernemingsgroei zal dus als volgt gemeten worden:

$$\text{Ondernemingsgroei} = \frac{\text{TotaalActiva 2019} - \text{TotaalActiva2017}}{\text{TotaalActiva2017}}$$

De eerste robuustheidstest levert gelijkaardige resultaten op als de resultaten van het hoofdonderzoek. Net zoals in de hoofdmodellen wordt hypothese 1 (Model 1) aanvaard, en worden hypothese 2a en hypothese 2b (Model 2 en Model 3) verworpen.

Ten tweede werd er in de literatuurstudie aangehaald dat de SEW-theorie een belangrijke verklaring kan zijn voor de verschillen in ondernemingsgroei. In latere generatiestadia wordt namelijk minder belang gehecht aan het behoud van SEW, maar meer aan het behalen van economische welvaart. SEW zal in deze test gemeten worden aan de hand van de SEWImportance-schaal. Die schaal meet hoeveel belang men hecht aan het behouden van SEW (Debicki, Kellermanns, Chrisman, Pearson, & Spencer, 2016). De resultaten van de tweede robuustheidstest zijn terug te vinden in *Tabel 11*.

Uit die resultaten blijkt dat SEW geen modererend effect heeft op de relatie tussen de financiële geletterdheid van de CEO en de ondernemingsgroei. Het interactie-effect is namelijk niet significant.

	Model 1	Model 2	Model 3
Constante	-1,010**	-3,010***	-2,189***
Onafhankelijke variabelen			
FG_Score	0,001***	0,002***	0,001***
Controlevariabelen			
LnOuderdom_Bedrijf	-0,052	-0,038	-0,040
LnWN2018	-0,057	-0,039	-0,041
CEO_Diploma	-0,033	0,015	-0,030
CEO_Diploma_FinAcc ^a	0,029	0,017	0,031
CEO_Diploma_Tech	0,050	0,042	0,046
CEO_Diploma_Eco	0,026	0,011	0,015
Geslacht_CEO	-0,063	-0,074	-0,072
NFamCEO	0,006	0,004	0,010
Modererende variabelen			
TMT_Gen2 ^b		3,253***	
TMT_Gen3		3,168***	
Eig_Gen2 ^c			1,746*
Eig_Gen3			2,469**
Interactie-effecten			
FG * tweede generatie (TMT_Gen2)		-0,002***	
FG * derde en latere generatie (TMT_Gen3)		-0,002***	
FG * tweede generatie (Eig_Gen2)			-0,001*
FG * derde en latere generatie (Eig_Gen3)			-0,001***
Aantal observaties	250	250	250
F	2,649***	3,530***	2,852***
R ²	0,090	0,163	0,136
Adjusted R ²	0,056	0,117	0,088
p	0,006	<0,001	<0,001

Tabel 10 Robuustheidstest Ondernemingsgroei

Opmerkingen: *, **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

^a CEO_Diploma_Anders is de weggelaten vergelijkingscategorie.

^b TMT_Gen1 (eerste generatie familiebedrijven) is de weggelaten vergelijkingscategorie.

^c Eig_Gen1 (eerste generatie familiebedrijven) is de weggelaten vergelijkingscategorie.

	Coëfficiënt	Standaarderror coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	-2,117*	1,084	-1,953	0,052
Onafhankelijke variabele				
FG_Score	0,001**	0,001	2,194	0,029
Controlevariabelen				
LnOuderdom_Bedrijf	-0,020	0,024	-0,829	0,408
LnWN2018	-0,035*	0,019	-1,880	0,061
CEO_Diploma	-0,009	0,016	-0,554	0,580
CEO_Diploma_FinAcc ^a	-0,001	0,034	-0,029	0,977
CEO_Diploma_Tech	0,013	0,029	0,438	0,661
CEO_Diploma_Eco	-0,001	0,029	-0,028	0,978
Geslacht_CEO	-0,017	0,037	-0,447	0,655
NFamCEO	-0,012	0,034	-0,358	0,721
Modererende variabelen				
SEWi	0,227	0,221	1,027	0,305
Interactie-effecten				
FG * SEWi	0	0	-1,030	0,304
Aantal observaties				250
F				2,026**
R ²				0,086
Adjusted R ²				0,043
p				0,027

Tabel 11 Robuustheidstest SEW

Opmerkingen: *, **, *** staat voor een significantieniveau van respectievelijk 10, 5 en 1 procent.

^a CEO_Diploma_Anders is de weggelaten vergelijkingscategorie.

4 Conclusie

Deze masterproef heeft getracht een antwoord te formuleren op de onderzoeksvraag: “Welke rol speelt generatie in de relatie tussen de financiële geletterdheid van een CEO en ondernemingsgroei?”. Om die vraag te kunnen beantwoorden werd er eerst een literatuurstudie uitgevoerd om de bestaande wetenschappelijke kennis in kaart te brengen, en om hypothesen te ontwikkelen. Daarna werd er een empirisch onderzoek verricht om die hypothesen te testen voor een eigen dataset. In *Tabel 12* worden de resultaten van de geteste hypothesen samengevat.

Ondernemingsgroei is de kern van de economische dynamiek (Coad & Hölzl, 2012), en een belangrijke doelstelling voor de meeste bedrijven (Stenholm et al., 2016). Het eenzijdig definiëren van ondernemingsgroei lijkt niet mogelijk (Coad & Hölzl, 2012), aangezien groei wordt beïnvloed door verschillende factoren (Audretsch et al., 2014). Zo lijken de persoonlijke kenmerken van de CEO ook van toepassing bij de verklaring van de ondernemingsgroei (Agyei, 2018; Coad & Hölzl, 2012). Omwille van die reden is het belangrijk om die persoonlijke kenmerken beter te onderzoeken (Kellermanns et al., 2008). Hierdoor is de financiële geletterdheid van de CEO ook een interessante denkpiste om te bewandelen.

Uit de bestaande literatuur kan er geconcludeerd worden dat financiële geletterdheid ervoor zorgt dat managers betere financieringsbeslissingen nemen (Adomako et al., 2015; Hossain, 2020). Wanneer er betere financieringsbeslissingen genomen worden, zal de groei van de ondernemingen bevorderd worden (Adomako et al., 2015). De meeste onderzoeken concluderen dus dat financiële geletterdheid een positieve impact heeft op ondernemingsgroei (Adomako et al., 2015; Agyei, 2018; Goedhuys & Veugelers, 2012; Hossain, 2020). Ook de resultaten uit het empirisch onderzoek tonen aan dat de financiële geletterdheid van een CEO een positieve impact heeft op ondernemingsgroei. Hypothese 1 kan dus aanvaard worden.

Echter, de positieve impact wordt gemodereerd door de *generational stage* waarin het familiebedrijf zich bevindt. Generatie heeft namelijk een invloed op de mate waarin de CEO's hun financiële geletterdheid zullen benutten om ondernemingsgroei te stimuleren. Op basis van de literatuurstudie werd er verondersteld dat de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei sterker is voor familiebedrijven van een latere generatie. Een familiebedrijf van de eerste generatie hecht namelijk meer belang aan het behouden van SEW. Latere generatie bedrijven verkiezen economische welvaart boven het behoud van SEW (Gómez-Mejía et al., 2007; Muñoz-Bullon et al., 2018; Sciascia et al., 2014). Eerste generatie familiebedrijven zullen dus niet het volledige potentieel in financiële geletterdheid benutten, aangezien ze toch geen economische welvaart nastreven. Voor het behouden van SEW is namelijk geen financiële geletterdheid nodig.

De resultaten uit dit onderzoek spreken bovenstaande bewering tegen. De relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei is niet sterker voor familiebedrijven van een latere generatie. De regressieresultaten tonen zelfs aan dat enkel eerste generatie familiebedrijven nut halen uit financiële geletterdheid van de bedrijfsleider: waar financiële geletterdheid groei positief beïnvloedt in eerste generatie familiebedrijven, is het effect van financiële geletterdheid op groei niet significant in latere generatie familiebedrijven. Die conclusie kan getrokken worden als we *generational stage*

meten aan de hand van zowel management als eigendom. Hypotheses 2a en 2b zullen dus verworpen worden, en er worden contra-intuïtieve resultaten bekomen.

Een eerste verklaring voor bovenstaande resultaten kan zijn dat familiebedrijven van de eerste generatie minder geprofessionaliseerd zijn dan familiebedrijven van een latere generatie. Hierdoor hangt het succes van het familiebedrijf van de eerste generatie sterk af van de financiële kennis die de CEO bezit, en kan benutten. Naarmate er een latere generatie aan het hoofd staat, zullen er meer niet-familiale managers in de onderneming aanwezig zijn die mogelijk over meer financiële kennis beschikken. Op die manier weegt de hogere financiële geletterdheid van de externe managers op tegen de lagere financiële geletterdheid van de CEO.

Een tweede verklaring zou kunnen zijn dat jongere bedrijven sneller groeien dan oudere bedrijven. Jongere bedrijven kunnen nog efficiëntie-oefeningen doen wat betreft de bedrijfsvoering, aangezien ondernemingsgroei beschouwd kan worden als een leerproces. Door het bedrijf efficiënter te maken, zou het meer groei kunnen bereiken (Goedhuys & Veugelers, 2012). Hierdoor zou het kunnen dat eerste generatie familiebedrijven sneller groeien dan familiebedrijven van een latere generatie.

Een derde verklaring kan gevonden worden in het onderzoek van Diéguez-Soto et al. (2021). In dat onderzoek wordt er geconcludeerd dat het effect van financiële geletterdheid op ondernemingsgroei insignificant is voor familiebedrijven van de derde en latere generatie. Een andere visie op de SEW-theorie dan die in bovenstaande literatuurstudie is gebruikt, kan dat fenomeen verklaren. In familiebedrijven van de derde (of latere generatie) wordt het behouden van SEW minder belangrijk, maar wordt het behalen van economische welvaart essentiëler. Wanneer de familie te groot wordt, en er niet genoeg werkgelegenheid gecreëerd kan worden, zullen de externe familieaandeelhouders geen voordeel halen uit groei. Ze zullen dan verkiezen dat het familiebedrijf de winsten uitkeert in plaats van opnieuw investeert om toekomstige groei te stimuleren. Wanneer er geen redelijk dividend zal uitgekeerd worden, kunnen er familieconflicten ontstaan tussen interne en externe familieaandeelhouders. Dat brengt SEW-verliezen teweeg, en zou de continuïteit van de onderneming in gevaar kunnen brengen. De belangrijkste doelstelling voor die bedrijven is "om te investeren in groei en tegelijkertijd een dividendniveau te handhaven dat de externe familie-eigenaars tevredenstelt". De CEO's van derde en latere generatie bedrijven zullen hun volledige potentieel in financiële geletterdheid dus niet benutten.

Hypotheses		Resultaat
Hypothese 1	Financiële geletterdheid van de CEO heeft een positieve impact op de ondernemingsgroei.	Aanvaard
Hypothese 2a	Generatie, gemeten aan de hand van management, heeft een modererend effect op de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei, op een manier zodat de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei sterker is voor familiebedrijven van een latere generatie.	Verworpen
Hypothese 2b	Generatie, gemeten aan de hand van eigendom, heeft een modererend effect op de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei, op een manier zodat de relatie tussen financiële geletterdheid en ondernemingsgroei sterker is voor familiebedrijven van een latere generatie.	Verworpen

Tabel 12 Samenvatting van de geteste hypothesen

4.1 Theoretische en praktische implicaties

Deze masterproef heeft enkele praktische implicaties. Het onderzoek toont aan dat financiële geletterdheid van een CEO een positief effect heeft op ondernemingsgroei. Dat wil zeggen dat CEO's over de juiste hoeveelheid financiële kennis moeten beschikken om de groei van het bedrijf te kunnen stimuleren. Daarnaast blijkt uit de literatuurstudie dat groei niet altijd het doel van een familiebedrijf is waardoor CEO's mogelijk niet hun volledige financiële kennis benutten. CEO's moeten namelijk altijd een evenwicht trachten te vinden tussen de financiële en de familiale doelstellingen binnen een familiebedrijf. Volgens het onderzoek van Diéguez-Soto et al. (2021) is het daarom aan te raden om opleidingsprogramma's aan te reiken die de financiële kennis van de CEO zouden vergroten, en hen leert om constant de balans te vinden tussen de financiële en de familiale doelstellingen.

Daarnaast draagt deze masterproef ook bij aan de bestaande wetenschappelijke literatuur doordat het de impact van de financiële geletterdheid van de CEO op ondernemingsgroei specifiek onderzoekt in familiebedrijven van verschillende generaties. Het zal de heterogeniteit tussen familiebedrijven dus beter in kaart brengen. Ten slotte werd er in het verleden voornamelijk aandacht besteed aan de financiële geletterdheid van individuele consumenten, waardoor er bijvoorbeeld werd gefocust op het spaargedrag van huishoudens. Dit onderzoek focust zich op de financiële geletterdheid binnen ondernemingen, en zal dus de bestaande inzichten uit de ondernemingscontext uitbreiden (Diéguez-Soto et al., 2021).

4.2 Beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek

Het is mogelijk om te spreken van enkele beperkingen in deze masterproef. De voornaamste beperkingen hebben te maken met de definiëring van de gebruikte variabelen. Ten eerste bestaat er geen eenduidige definitie van financiële geletterdheid (Hung et al., 2009). Bijgevolg is er ook geen duidelijke manier om financiële geletterdheid te meten (Hossain, 2020; Remund, 2010). De belangrijkste suggestie voor toekomstig onderzoek is het ontwikkelen van een eenduidige definitie

en manier om financiële geletterdheid te meten. Hierdoor zouden de resultaten van verschillende onderzoeken omtrent financiële geletterdheid beter te vergelijken zijn met elkaar.

Daarnaast worden ook familiebedrijven in verschillende onderzoeken op een andere manier gedefinieerd (Gómez-Mejía et al., 2007; Shepherd & Haynie, 2009). De manier waarop een familiebedrijf wordt gedefinieerd kan een sterke impact hebben op de resultaten voortkomend uit de empirische studie (Klein et al., 2005; Schmid et al., 2015). Ten slotte kan ook ondernemingsgroei op verschillende manieren gemeten worden (Achtenhagen, Naldi, & Melin, 2010; Delmar, 2019), en bestaat er geen eenzijdige definitie (Coad & Hölzl, 2012). Iedere manier om groei te meten heeft voor- en nadelen waar rekening mee gehouden moet worden.

De bestaande literatuur was uitgebreid over het effect en de impact van financiële geletterdheid in niet-familiebedrijven, maar de literatuur was eerder beperkt over financiële geletterdheid in familiebedrijven. Dat vormt ook een belangrijke beperking, aangezien we de resultaten uit de empirische studie niet grondig kunnen vergelijken met eerdere onderzoeken. Vervolgens wordt in het onderzoek aangehaald dat de dividendstrategie een belangrijke rol kan spelen in het groeiverhaal. Echter, dividenden zijn niet opgenomen als mogelijke variabelen in het empirisch onderzoek. Nochtans zou het interessant zijn om op een empirische manier de rol van dividenden te onderzoeken binnen deze context. Ten slotte is deze studie uitsluitend uitgevoerd voor Vlaamse familiebedrijven, en kunnen we geen conclusies trekken over landsgrenzen heen. Toch lijkt het erg waardevol om dit onderzoek te herhalen voor een dataset met familiebedrijven uit verschillende landen.

5 Bibliografie

- Achtenhagen, L., Naldi, L., & Melin, L. (2010). "Business Growth"-Do Practitioners and Scholars Really Talk About the Same Thing? *Entrepreneurship theory and practice*, 34(2), 289-316. doi:10.1111/j.1540-6520.2010.00376.x
- Adomako, S., Danso, A., & Damoah, J. (2015). The moderating influence of financial literacy on the relationship between access to finance and firm growth in Ghana. *Venture Capital*, 18, 43-61. doi:10.1080/13691066.2015.1079952
- Agyei, S. K. (2018). Culture, financial literacy, and SME performance in Ghana. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1463813.
- Audretsch, D. B., Coad, A., & Segarra, A. (2014). Firm growth and innovation. *Small business economics*, 43(4), 743-749. doi:10.1007/s11187-014-9560-x
- Bauweraerts, J., Diaz-Moriana, V., & Arzubiaga, U. (2020). A Mixed Gamble Approach of the Impact of Family Management on Firm's Growth: A Longitudinal Analysis. *European management review*, 17(3), 747-764. doi:10.1111/emre.12359
- 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. doi:10.1177/0894486511435355
- Boling, J. R., Pieper, T. M., & Covin, J. G. (2016). CEO Tenure and Entrepreneurial Orientation Within Family and Nonfamily Firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 40(4), 891-913. doi:10.1111/etap.12150
- Bougie, R., & Sekaran, U. (2019). *Research methods for business: A skill building approach*: John Wiley & Sons.
- Casillas, J. C., Moreno, A. M., & Barbero, J. L. (2010). A Configurational Approach of the Relationship Between Entrepreneurial Orientation and Growth of Family Firms. *Family business review*, 23(1), 27-44. doi:10.1177/0894486509345159
- Chirico, F., & Bau, M. (2014). Is the Family an "Asset" or "Liability" for Firm Performance? The Moderating Role of Environmental Dynamism. *Journal of Small Business Management*, 52(2), 210-225. doi:10.1111/jsbm.12095
- Chirico, F., Sirmon, D. G., Sciascia, S., & Mazzola, P. (2011). Resource orchestration in family firms: investigating how entrepreneurial orientation, generational involvement, and participative strategy affect performance. *Strategic entrepreneurship journal*, 5(4), 307-326. doi:10.1002/sej.121
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship theory and practice*, 36(6), 1103-1113. doi:10.1111/j.1540-6520.2012.00540.x
- Coad, A., & Hölzl, W. (2012). Firm growth: empirical analysis. In *Handbook on the Economics and Theory of the Firm*: Edward Elgar Publishing.
- De Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G., & Cassia, L. (2013). Dispersion of family ownership and the performance of small-to-medium size private family firms. *Journal of family business strategy*, 4(3), 166-175. doi:10.1016/j.jfbs.2013.05.001

- Debicki, B. J., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., Pearson, A. W., & Spencer, B. A. (2016). Development of a socioemotional wealth importance (SEWi) scale for family firm research. *Journal of family business strategy*, 7(1), 47-57. doi:10.1016/j.jfbs.2016.01.002
- Delmar, F. (2019). Measuring growth: Methodological considerations and empirical results. In (pp. 199-215).
- Diéguez-Soto, J., Martínez-Romero, M. J., Corten, M., & Michiels, A. (2021). The impact of the CEO's financial literacy on family SMEs' growth: the moderating role of generational stage. *Baltic Journal of Management*.
- European Commission. (n.d.). Financial Literacy. Retrieved December 4, 2021, from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/consumer-finance-and-payments/financial-literacy_en
- FBN Belgium. (n.d.). Belgische familiebedrijven in cijfers. Retrieved November 2, 2021, from <https://www.fnbelgium.be/nl/>
- García-Pérez-de-Lema, D., Ruiz-Palomo, D., & Diéguez-Soto, J. (2021). Analysing the roles of CEO's financial literacy and financial constraints on Spanish SMEs technological innovation. *Technology in society*, 64, 101519. doi:10.1016/j.techsoc.2020.101519
- Goedhuys, M., & Veugelers, R. (2012). Innovation strategies, process and product innovations and growth: Firm-level evidence from Brazil. *Structural change and economic dynamics*, 23(4), 516-529. doi:10.1016/j.strueco.2011.01.004
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Kathyryn, J. L. J., & 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. doi:10.2189/asqu.52.1.106
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of management studies*, 47(2), 223-252. doi:10.1111/j.1467-6486.2009.00889.x
- Gomez-Mejia, L. R., Patel, P. C., & Zellweger, T. M. (2018). In the Horns of the Dilemma: Socioemotional Wealth, Financial Wealth, and Acquisitions in Family Firms. *Journal of management*, 44(4), 1369-1397. doi:10.1177/0149206315614375
- Greenspan, A. (2002). Financial literacy: A tool for economic progress 36(4), 37. Retrieved from <https://go.exlibris.link/nwHNRNbb>
- Hamelin, A. (2013). Influence of family ownership on small business growth. Evidence from French SMEs. *Small business economics*, 41(3), 563-579. doi:10.1007/s11187-012-9452-x
- Hayes, A. F., & Little, T. D. (2013). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: a regression-based approach* (Vol. 2013: 1). New York, N.Y: The Guilford Press.
- Hossain, M. M. (2020). Financial resources, financial literacy and small firm growth: Does private organizations support matter? *Journal of Small Business Strategy*, 30(2), 35-58.
- Hung, A., Parker, A. M., & Yoong, J. (2009). Defining and measuring financial literacy.
- Kalm, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2016). Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de administração (São Paulo)*, 51(4), 409-411. doi:10.1016/j.rausp.2016.08.002
- Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., Barnett, T., & Pearson, A. (2008). An Exploratory Study of Family Member Characteristics and Involvement: Effects on Entrepreneurial Behavior in the Family Firm. *Family business review*, 21(1), 1-14. doi:10.1111/j.1741-6248.2007.00107.x

- Klein, S. B., Astrachan, J. H., & Smyrniotis, K. X. (2005). The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(3), 321-339. doi:10.1111/j.1540-6520.2005.00086.x
- Koropp, C., Grichnik, D., & Kellermanns, F. (2013). Financial Attitudes in Family Firms: The Moderating Role of Family Commitment. *Journal of Small Business Management*, 51(1), 114-137. doi:10.1111/j.1540-627X.2012.00380.x
- Li, R., & Qian, Y. (2020). Entrepreneurial participation and performance: the role of financial literacy. *Management decision*, 58(3), 583-599. doi:10.1108/MD-11-2018-1283
- Maseda, A., Iturralde, T., Aparicio, G., Boulkeroua, L., & Cooper, S. (2019). Family board ownership, generational involvement and performance in family SMEs: A test of the S-shaped hypothesis. *European journal of management and business economics*, 28(3), 285-300. doi:10.1108/EJMBE-07-2018-0071
- McConaughy, D. L., & Phillips, G. M. (1999). Founders versus Descendants: The Profitability, Efficiency, Growth Characteristics and Financing in Large, Public, Founding-Family-Controlled Firms. *Family business review*, 12(2), 123-131. doi:10.1111/j.1741-6248.1999.00123.x
- Minichilli, A., Corbetta, G., & MacMillan, I. C. (2010). Top Management Teams in Family-Controlled Companies: 'Familianness', 'Faultlines', and Their Impact on Financial Performance. *Journal of management studies*, 47(2), 205-222. doi:10.1111/j.1467-6486.2009.00888.x
- Muñoz-Bullon, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Suárez-González, I. (2018). Diversification Decisions among Family Firms: The Role of Family Involvement and Generational Stage. *Business research quarterly*, 21(1), 39-52. doi:10.1016/j.brq.2017.11.001
- Naldi, L., Cennamo, C., Corbetta, G., & Gomez-Mejia, L. (2013). Preserving Socioemotional Wealth in Family Firms: Asset or Liability? The Moderating Role of Business Context. *Entrepreneurship theory and practice*, 37(6), 1341-1360. doi:10.1111/etap.12069
- Remund, D. L. (2010). Financial Literacy Explicated: The Case for a Clearer Definition in an Increasingly Complex Economy. *The Journal of consumer affairs*, 44(2), 276-295. doi:10.1111/j.1745-6606.2010.01169.x
- Salvato, C. (2004). Predictors of Entrepreneurship in Family Firms. *The Journal of Private Equity*, 7(3), 68-76.
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., & Achleitner, A.-K. (2015). Family Firm Heterogeneity and Corporate Policy: Evidence from Diversification Decisions. *Corporate governance : an international review*, 23(3), 285-302. doi:10.1111/corg.12091
- Sciascia, S., Mazzola, P., & Kellermanns, F. W. (2014). Family management and profitability in private family-owned firms: Introducing generational stage and the socioemotional wealth perspective. *Journal of family business strategy*, 5(2), 131-137. doi:10.1016/j.jfbs.2014.03.001
- Sharma, A. (2019). The Influence of Financial Literacy on the Performance of Small and Medium-Scale Enterprises. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 18(2), 52-61.
- Shepherd, D., & Haynie, J. M. (2009). Family business, identity conflict, and an expedited entrepreneurial process: A process of resolving identity conflict. *Entrepreneurship theory and practice*, 33(6), 1245-1264.

- Stenholm, P., Pukkinen, T., & Heinonen, J. (2016). Firm Growth in Family Businesses-The Role of Entrepreneurial Orientation and the Entrepreneurial Activity. *Journal of Small Business Management*, 54(2), 697-713. doi:10.1111/jsbm.12166
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2020). Introduction to econometrics 4th ed. In: Pearson.
- Stockmans, A., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional Wealth and Earnings Management in Private Family Firms. *Family business review*, 23(3), 280-294. doi:10.1177/0894486510374457
- Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2007). Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137-156. doi:10.1111/j.1540-627X.2007.00204.x
- Zellweger, T. M., & Dehlen, T. (2012). Value Is in the Eye of the Owner: Affect Infusion and Socioemotional Wealth Among Family Firm Owners. *Family business review*, 25(3), 280-297. doi:10.1177/0894486511416648