



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De antecedenten van successiefinanciering in private familiebedrijven

Nicholas Scheelen

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 antecedenten van successiefinanciering in private familiebedrijven

Nicholas Scheelen

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 vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Deze opleiding bezorgde mij de nodige competentie en vertrouwdheid met economische aspecten om deze masterproef tot een goed einde te brengen. Daarnaast was het schrijven van deze masterproef slechts mogelijk door een aantal personen, die ik graag zou willen bedanken. Zo kon ik altijd rekenen op hun steun en begeleiding.

Vooreerst wens ik mijn promotor dr. Ellen Janssen te bedanken voor haar begeleiding en ondersteuning doorheen het volledige traject. Dankzij haar opbouwende kritiek werd deze masterproef naar een hoger niveau getild. Verder wil ik haar ook nog bedanken voor het persoonlijk aanreiken van de benodigde data. Tot slot wil ik mijn ouders bedanken die mij, gedurende de volledige loopbaan, gesteund en geholpen hebben. Het is mede dankzij hen dat ik deze opleiding tot een goed einde heb kunnen brengen.

Nicholas Scheelen

Diepenbeek, juni 2022

Samenvatting

Een kritiek moment voor de lange termijn continuïteit van het familiebedrijf is de overdracht van de aandelen overheen generaties (Diwisch, Voithofer & Weiss, 2009). Als een successie fout loopt kan het grote gevolgen hebben op de prestaties van het familiebedrijf. Het kan er zelfs voor zorgen dat het familiebedrijf de successie niet overleeft (Miller, Steier & Le Bretton Miller, 2003). Gegeven de prominente positie van familiebedrijven kan de negatieve invloed van een mislukte successie het bedrijf zelf overstijgen en de lokale/nationale economie negatief beïnvloeden en economische groei afremmen.

Een successie gaat typisch gepaard met een extra financieringsnood. Deze extra financiering is vooral nodig aangezien een successie transactiekosten teweegbrengt. Deze transactiekosten kunnen gefinancierd worden door middel van een transactieprijs te betalen (vaak met externe schulden), een schenking, een erfenis, een combinatie van voorgaande financieringskeuzes of andere minder gebruikte manieren. Desondanks is onderzoek naar het financiële aspect van een successie schaars. Deze masterproef bouwt voort op het onderzoek van Koropp, Grichnik en Gygax (2013) en tracht de specifieke determinanten van successiefinancieringsbeslissingen te achterhalen. Specifiek wordt er onderzocht of de fiscale wetgeving, de nood aan familiale controle, de emotionele verbondenheid, het in de familie houden van het bedrijf, de risicobereidheid, de beschikbaarheid van schuldfinanciering en de beschikbaarheid van eigen financiële middelen antecedenten zijn van successiefinancieringsbeslissingen. Het effect van deze antecedenten wordt onderzocht op twee financieringskeuzes, namelijk het vragen van een transactieprijs voor de aandelen en het gebruiken van schuldfinanciering voor het financieren van de successie. Op basis van de literatuurstudie werden volgende effecten verwacht van de antecedenten.

Voor de eerste antecedent, fiscale wetgeving, werd er een negatief effect verwacht op het vragen van een transactieprijs voor de successie, want de tarieven zijn zeer gunstig van de erf- en schenkbelasting. Daarnaast werd er ook een negatief effect verwacht van de fiscale wetgeving op het gebruik van schuldfinanciering voor de successie, omdat schuldfinanciering een belastingvoordeel met zich meedraagt.

Voor de tweede antecedent, nood aan familiale controle, werd er een negatief effect verwacht op het vragen van een transactieprijs voor de successie en op het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de successie. Want schuldfinanciering kan convenanten bevatten die familiale controle beperken en schuldfinanciering is vaak nodig om de externe financieringsnood die een transactieprijs met zich meebrengt te financieren. Voor de derde antecedent, emotionele verbondenheid, werd er ook een negatief effect verwacht op het vragen van een transactieprijs, want bij een sterke emotionele verbondenheid zal de voorganger altruïstisch gedrag vertonen en geen transactieprijs vragen. Daarnaast werd er ook een negatief effect verwacht op het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de successie. Want schuldfinanciering is positief gerelateerd aan het faillissementsrisico en het verliezen van het familiebedrijf vertegenwoordigt een zeer emotionele gebeurtenis. Voor de vierde antecedent, het in de familie houden van het familiebedrijf, werd er ook een negatief effect verwacht op het vragen van een transactieprijs voor de successie. Aangezien de opvolger de successie wilt vergemakkelijken. Daarnaast werd er ook een negatief effect verwacht op het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de successie. Omdat de familie ook in de toekomst de maximale controle over het familiebedrijf wil behouden.

Voor de vijfde antecedent, risicobereidheid van de voorganger, werd ook een positief effect verwacht op het vragen van een transactieprijs, omdat een successie zonder transactieprijs minder risicovol is dan een successie tegen een transactieprijs. Daarnaast werd er een positief effect verwacht op het gebruik van

schuldfinanciering, aangezien het gebruik van eigen financiële middelen minder risicovol is dan het gebruik van schuldfinanciering.

Voor de zesde en zevende antecedenten, de beschikbaarheid van schuldfinanciering en de beschikbaarheid van eigen financiële middelen, werd een positief effect verwacht op het vragen van een transactieprijs voor de successie. Want indien er geen interne of externe financiering beschikbaar is, zal er ook geen transactieprijs gevraagd worden, want deze kan gewoonweg niet betaald worden door de (arme/illiquide) opvolger. Daarnaast werd er verwacht dat de beschikbaarheid van schuldfinanciering een positief effect zal hebben op het gebruik van schuldfinanciering en de beschikbaarheid van eigen financiële middelen een negatief effect zal hebben op het gebruik van schuldfinanciering. Want bij het financieren van projecten volgen managers een pikorde waarin interne middelen de voorkeur genieten, gevolgd door schuld en gevolgd door andere financieringsmogelijkheden.

Uit dit onderzoek is gebleken dat voor de eerste financieringskeuze, het vragen van een transactieprijs, alleen een significant effect van de nood aan familiale controle werd vastgesteld. Zo heeft de nood aan familiale controle een sterk negatief effect op het vragen van een transactieprijs voor de aandelenoverdracht. Dit negatief effect werd dan ook verwacht op basis van de literatuurstudie. Voor de andere mogelijke antecedenten werd er geen significant effect vastgesteld.

Voor de tweede financieringskeuze, het gebruiken van schuldfinanciering, werden er significante effecten vastgesteld van de fiscale wetgeving, de nood aan familiale controle, de beschikbaarheid van schuldfinanciering en de beschikbaarheid van eigen financiële middelen. De fiscale wetgeving heeft een negatief effect op het gebruik van schuldfinanciering voor de aandelenoverdracht te financieren. Terwijl in de literatuurstudie een positief effect verwacht werd op het gebruik van schuldfinanciering. Het negatieve effect van fiscale wetgeving op het gebruik van schuldfinanciering kan mogelijk verklaard worden doordat het niet vragen van een transactieprijs fiscaal gezien een goede optie is omdat de transactiekosten bij deze financieringsoptie laag liggen. De nood aan familiale controle heeft een negatief effect op het gebruik van schuldfinanciering voor de aandelenoverdracht te financieren. Dit negatief effect werd ook verwacht op basis van de literatuurstudie. De beschikbaarheid van schuldfinanciering heeft een negatief effect op het gebruik van schuldfinanciering tegen verwachting in op basis van de literatuurstudie. Dit kan mogelijk verklaard worden doordat het mogelijk is dat familiebedrijven die hun overdracht gefinancierd hebben met schulden daardoor een hogere schuldgraad bezitten, waardoor het na de overdracht aanleiding geeft tot een moeilijkere toegang tot schulden. Dit heeft echter wel tot gevolg dat de relatie net omgekeerd in elkaar zit, het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de successie leidt tot moeilijkere toegang tot schuld na de successie. De beschikbaarheid van eigen financiële middelen heeft een positief effect op het gebruiken van schuldfinanciering voor het financieren van de successie. Dit kan mogelijk verklaard worden doordat rendabele bedrijven als interessante partners worden beschouwd door schuldeisers, want hierbij is het duidelijk dat ze hun schulden makkelijk kunnen afbetalen. Als gevolg hebben deze rendabele bedrijven goede toegang tot schuldfinanciering. Voor de andere mogelijke antecedenten werden er geen significante effecten vastgesteld

In voorgaand onderzoek naar de antecedenten van successiefinanciering werd er geconcludeerd dat de financiële kennis van de eigenaar/manager, de houding ten opzichte van schulden, de successie planning en de ervaring met successie antecedenten zijn van successiefinancieringsbeslissingen. Deze masterproef voegt daar de fiscale wetgeving, de nood aan familiale controle, de beschikbaarheid van schuldfinanciering en de beschikbaarheid van eigen financiële middelen aan toe als antecedenten van

successiefinancieringsbeslissingen. In deze masterproef onderzochten we het effect van de potentiële antecedenten op het gebruik van schuldfinanciering zoals in het onderzoek van Koropp et al. (2013) maar bijkomstig onderzochten we ook het effect van de potentiële antecedent op het vragen van een transactieprijs. Dus deze masterproef is een waardevolle toevoeging tot het schaarse bestaande onderzoek naar de antecedenten van successiefinanciering.

Er zijn ook enkele beperkingen verbonden aan dit onderzoek. De gebruikte steekproef van 237 familiebedrijven is beperkt. Verder is er ook niet nagegaan of de steekproef gevarieerd genoeg was om de populatie te representeren. Daarnaast focust deze masterproef zich op familiebedrijven gelegen in Vlaanderen en is daardoor dan ook beïnvloed door de specifieke factoren (bv. Fiscale wetgeving) gerelateerd aan België. Er zijn ook enkele beperkingen gekoppeld aan de methodologie omtrent het meten van bepaalde variabelen. Ten eerste zijn de variabele fiscale wetgeving en beschikbaarheid van schuldfinanciering in het tweede model niet gemeten aan de hand van een gevalideerde schaal. Ten tweede is niet de beste maatstaf gebruikt om de beschikbaarheid van eigen financiële middelen te meten. De laatste beperking omtrent de meting van variabelen heeft te maken met het tijdsaspect. Aangezien de antecedenten gemeten werden aan de hand van een vragenlijst (afgenomen in 2018-2019), is er een tijdsdiscrepancie tussen het jaar van successie (vaak eerder dan 2018) en de meting van de antecedenten. Idealiter werden de antecedenten gemeten op het moment dat de successiefinancieringskeuze genomen werd. Het feit dat er een timingverschil is tussen de antecedenten en de successiefinancieringskeuze heeft mogelijk tot gevolg dat bepaalde resultaten vertekend zijn, zeker in geval van antecedenten die nogal kunnen fluctueren overheen de tijd (o.a., de impact van beschikbaarheid van schuldfinanciering op de successiefinancieringskeuze).

Inhoudsopgave

Woord vooraf	1
Samenvatting.....	3
1. Inleiding	9
2. Literatuurstudie	11
2.1 Fiscale wetgeving.....	11
2.2 Socioemotional wealth	12
2.3 Risicobereidheid	14
2.4 Beschikbaarheid van financiering.....	15
3. Methodologie	19
3.1 Dataset.....	19
3.2 Afhankelijke Variabelen.....	19
3.3 Onafhankelijke Variabelen	19
3.4 Controlevariabelen	20
3.5 Regressiemodellen	20
4. Resultaten.....	23
4.1 Descriptieve statistieken	23
4.2 Correlatieanalyse.....	24
4.3 Transactieprijs	26
4.4 Schuldfinanciering	27
5. Discussie	29
5.1 bespreking van de resultaten	29
5.2 Beperkingen en toekomstig onderzoek.....	30
5.3 Conclusie.....	31
6. Bibliografie.....	33

1. Inleiding

Een recent artikel van De Tijd toont de prominente positie van familiebedrijven in de economische markten. Zo schreef de Tijd op mei 2019: "Belgische Familiebedrijven presteren en renderen beter dan al de rest." (De Tijd, 2019). België is geen uitzondering, overal in Europa hebben familiebedrijven een grote impact op economische welvaart (De Tijd, 2019). Een kritiek moment voor de lange termijn continuïteit van het familiebedrijf is de overdracht/successie van de aandelen overheen generaties en hoe deze overdracht uitgevoerd wordt (Diwisch, Voithofer & Weiss, 2009). Successie wordt gedefinieerd als de overgang van het management en/of aandelen overheen generaties (Le Breton-Miller, Miller & Steier, 2004).

Successie van familiebedrijven loopt in veel gevallen fout, voorgaand onderzoek identificeert al zeker onduidelijke successie planning, een incompetente opvolger, een onvoorbereide opvolger en familieruzies als oorzaken aan (Dyer, 1986; Handler, 1992, 1994; Hugron, 1993; Lansberg, 1999; Morris, Williams, Allen, & Avila, 1997). Als een successie fout loopt kan het grote gevolgen hebben op de prestaties van het familiebedrijf. Het kan er zelfs voor zorgen dat het familiebedrijf de successie niet overleeft (Miller, Steier & Le Bretton Miller, 2003). Gegeven de prominente positie van familiebedrijven kan de negatieve invloed van een mislukte successie het bedrijf zelf overstijgen en de lokale/nationale economie negatief beïnvloeden en economische groei afremmen. Dit toont uiteraard de relevantie voor het uitvoeren van onderzoek over de successie van familiebedrijven en dus ook deze masterproef.

De successie binnen een familiebedrijf bestaat uit twee aspecten, enerzijds het overdragen van de aandelen en anderzijds het doorgeven van de verantwoordelijkheid voor het managen van het bedrijf. Er is al veel onderzoek gedaan over de successie van familiebedrijven, maar voorgaand onderzoek naar de successie van een familiebedrijf focust zich voornamelijk op de transitie van het management aspect van de successie. Deze masterproef bekijkt de overdracht van de aandelen, die op verschillende manieren kan gebeuren. Een eerste manier is dat de aandelen worden geschonken aan de opvolger tijdens de levensduur van de voorganger of in zijn testament. Bij het laatste krijgt de opvolger de aandelen pas na het overlijden van de voorganger (Bjuggren & Sund, 2005). Een tweede manier is dat de aandelen worden verkocht aan de opvolger tegen een transactieprijs. Wanneer er een prijs voor de aandelen wordt gevraagd door de voorganger, wordt deze transactie deels of volledig gefinancierd door de opvolger (Bjuggren & Sund, 2005).

Daarnaast heeft onderzoek aangetoond dat er daadwerkelijk extra financiering nodig kan zijn tijdens de successie (De Massis, Chua & Chrisman, 2008). Deze extra financiering is vooral nodig aangezien een successie transactiekosten teweegbrengt. Zo kunnen er compensaties aan de voorganger of belastingen betaald moeten worden, daarnaast kunnen er ook herstructureringskosten ontstaan. Voor deze kosten moet er natuurlijk financiering gezocht worden, desondanks is onderzoek naar het financiële aspect van een successie schaars.

Deze masterproef bouwt voort op het onderzoek van Koropp, Grichnik en Gygax (2013), één van de schaarse studies rond successiefinanciering, en tracht de specifieke determinanten van successiefinancieringsbeslissingen te achterhalen. In de studie van Koropp et al. (2013) werden twee categorieën van determinanten onderzocht. De eerste categorie van determinanten had betrekking op de algemene persoonlijke factoren van de huidige eigenaar/manager, meer bepaald de houding ten opzichte van schulden, de risicobereidheid, de financiële kennis en ten laatste de voorgaande ervaring met schulden. De tweede categorie van determinanten betrof de successie-gerelateerde persoonlijke factoren, meer bepaald de voorgaande ervaring met successies, de nood aan familiale controle en ten laatste de successie planning. Een derde categorie van determinanten werd in dit onderzoek aangehaald maar niet verder

onderzocht. Deze derde categorie bestaat uit bedrijf-specifieke determinanten, de samenstelling van de raad van bestuur werd als voorbeeld gegeven. In het onderzoek van Koropp et al. (2013) wordt dus maar een beperkt aantal determinanten besproken. Zo worden alleen maar determinanten besproken die eigen zijn aan de persoonlijkheid van de voorganger. Dit vormt een probleem omdat het successiefinanciering maar in één facet bekijkt, terwijl het een vraagstuk is met meerdere facetten.

Een eerste facet dat niet wordt onderzocht in het onderzoek van Koropp et al. (2013), maar die wel een belangrijke rol speelt, is de aanbodzijde van het financiële aspect. Er wordt dus niet gekeken welke (externe) financiële middelen ter beschikking zijn bij zo een successie. Deze financiële middelen bestaan uit maar zijn niet gelimiteerd tot het eigen vermogen, schuldfinanciering verstrekt door de banken, enzovoort. Een tweede facet dat niet wordt onderzocht in het onderzoek van Koropp et al. (2013), doch relevant, is de fiscale wetgeving. Zo zijn de geldende tarieven voor schenking/verwerving van intra-familiale aandelentransfers doorheen de tijd gedaald om de intra-familiale successie van de aandelen te vergemakkelijken. Een derde, slechts deels onderzocht facet is de socioemotional wealth (SEW) oriëntatie van het familiebedrijf. Koropp et al. (2013) onderzochten enkel de nood aan familiale controle als antecedent. Maar we kunnen stellen dat dit een factor is die meespeelt in de SEW oriëntatie maar dat SEW een breder begrip is. Deze drie facetten worden in deze masterproef onderzocht en besproken.

2. Literatuurstudie

Successie bestaat uit twee delen, de transfer van het management en de overdracht van de aandelen (Stavrou, 2003). Er zijn meerdere methodes om aandelen intra-familiair over te dragen, deze kunnen onderverdeeld worden in twee grote categorieën. De methodes behoren tot categorie 1 indien de aandelen overdracht gebeurt zonder een transactieprijs. Dit kan het geval zijn als de aandelen worden geschonken aan de opvolger of geërfd worden door de opvolger. In dit geval wordt de successie dus gefinancierd door de voorganger (Bjuggren & Sund, 2005). De methodes behoren tot categorie 2 indien de aandelenoverdracht gebeurt tegen een transactieprijs. Zo kan de voorganger een transactieprijs vragen zodat hij zijn pensioen kan financieren of andere familieleden kan compenseren (Bjuggren & Sund, 2005).

De nood aan successiefinanciering ontstaat omdat de overdracht van aandelen gepaard gaat met significante transactiekosten (Bjuggren & Sund, 2002). Deze transactiekosten bestaan uit belastingbetalingen zoals erf- en schenkbelasting, compenserende betalingen aan andere familieleden of erfgenamen en betalingen aan de voorganger in de vorm van een transactieprijs voor de aandelen (Bjuggren & Sund, 2002). Daarnaast kunnen er ook herschikking- en herstructureringskosten ontstaan door een successie, deze kosten kunnen serieuze druk zetten op de financiële middelen van de familie en het familiebedrijf (Koropp et al., 2013). Indien de successie gebeurt volgens categorie 2, dus wanneer de aandelen overgedragen worden tegen een transactieprijs zal de opvolger deze moeten betalen aan de voorganger. Deze transactieprijs kan op verschillende manieren worden gefinancierd door de opvolger. Enerzijds kan de opvolger het benodigde eigen vermogen bezitten en de transactieprijs betalen door zijn persoonlijke financiële middelen te gebruiken. Anderzijds kan de opvolger niet genoeg eigen vermogen bezitten en kan de opvolger een lening aangaan (bij de bank) voor de transactieprijs te financieren.

2.1 Fiscale wetgeving

In een successie zijn er veel mogelijke contractuele overeenkomsten die de overdracht van de aandelen van de voorganger naar de opvolger kunnen faciliteren. Zoals in alle contractuele overeenkomsten zijn het de transactiekosten die doorslaggevend zijn (Bjuggren & Sund, 2005). Deze transactiekosten zijn afhankelijk van de ondersteuning die de institutionele omgeving biedt in de vorm van wetgeving omtrent aandelenoverdrachten. De institutionele omgeving kan dan ook de contractuele overeenkomst die gebruikt wordt voor de overdracht van de aandelen sterk beïnvloeden (Bjuggren & Sund, 2005). Deze transactiekosten bestaan uit de erf- en schenkbelasting bij een aandelenoverdracht volgens categorie 1. Maar bij een aandelenoverdracht volgens categorie 2, bestaan de transactiekosten uit tenminste de meerwaardebelasting. Bijkomend zijn de vennootschapsbelasting en roerende voorheffing op dividenden ook onderdeel van deze transactiekosten, indien er een lening wordt aangegaan door de opvolger en de afbetalingen van de lening worden gefinancierd met geld uit het familiebedrijf.

De erf- en schenkbelastingen in België zijn de afgelopen 30 jaar zeer sterk veranderd. De geldende erf- en schenkbelastingen zijn in het leven geroepen op 1 januari 2012, door het zogenaamde successiedecreet. Zo bedroeg de schenkbelasting 2% voor 2012 maar met het successiedecreet is de schenkbelasting verlaagd naar 0%. In tegenstelling tot de erfbelasting, deze is daarentegen verhoogd. De erfbelasting bedroeg 0% maar is verhoogd naar 3% voor familieleden in de rechte lijn. Voor niet-familieleden bedraagt de erfbelasting op familiale bedrijven zelfs 7%. Dit successiedecreet had als doel de eigenaars van familiebedrijven te motiveren om de successie van het familiebedrijf beter te plannen, door het erfbelastingtarief hoger te leggen dan het schenkbelastingtarief (Ex & Slaets, 2017).

Op basis van de gunstige tarieven op het erven en het schenken van de aandelen beargumenteren we dat het waarschijnlijker is dat de voorganger geen transactieprijs vraagt voor het overdragen van de aandelen omdat zo de totale transactiekosten van de successie geminimaliseerd worden. Daarom stelden we volgende hypothese op:

H1a: De verandering in de fiscale wetgeving gerelateerd aan de successie (zijnde lagere schenkbelasting) zal ertoe leiden dat er minder vaak een transactieprijs voor de successie gevraagd wordt.

In de wetenschappelijke literatuur is er algemeen geconcludeerd dat schuldfinanciering een belastingvoordeel met zich meedraagt (Modigliani & Miller, 1963). Het belastingvoordeel bestaat uit de belastingvermindering die ontstaat door de interestbetalingen van de leningen af te trekken van het belastbaar inkomen van het bedrijf (Graham & John R, 2000). Familiebedrijven ontwikkelen dan ook financieringstrategieën met als doel hun belastingdruk te verlagen (Haynes, Walker, Rowe & Hong, 1999). Dit geldt ook wanneer de successiefinancieringsstrategie uitgewerkt wordt. Daarom stelden we volgende hypothese op:

H1b: De fiscale wetgeving (namelijk het belastingsschild van interesten) zorgt ervoor dat er sneller gebruik gemaakt wordt van schuldfinanciering om de aandelenoverdracht te financieren.

2.2 Socioemotional wealth

De overlap tussen familie en het runnen van een bedrijf heeft een grote invloed op het managen van het bedrijf (Astrachan & Kolenko, 1994; Covin, 1994a, 1994b). Volgens Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes (2007) streven families en dus eigenaren van familiebedrijven naar niet-economische doelstellingen, dit wordt ook wel socioemotional wealth genoemd (SEW). Gomez-Mejia et al. (2007, p. 1) definiëren SEW als "nonfinancial aspects of the firm that meet the family's affective needs, such as identity, the ability to exercise family influence, and the perpetuation of the family dynasty." Familie-eigenaren zien potentiële winsten of verliezen van SEW als het belangrijkste referentiekader bij het managen van het bedrijf (Gomez-Mejia et al., 2007). Het SEW concept is een multidimensionaal concept. Volgens Berrone, Cruz & Gomez-Mejia (2012) bestaat SEW uit vijf dimensies die samen het FIBER model bevatten. De vijf FIBER dimensies bestaan uit de nood aan familiale controle en invloed, identificatie met het bedrijf, bindende sociale banden, emotionele verbondenheid en het in de familie houden van het familiebedrijf.

De nood aan familiale controle over het familiebedrijf, ook wel de F-dimensie in het FIBER model, is een specifieke norm dat het besluitvormingsproces van de eigenaar/manager beïnvloedt (Pearson, Carr & Shaw, 2008). Er zijn ook talloze voordelen voor een familie om controle over het bedrijf te behouden, zoals private voordelen van controle, reputatievoordelen en een vaste bron van inkomen voor de familie (Gómez-Mejía et al., 2007). Dus zal een grotere nood aan familiale controle ervoor zorgen dat de manager/eigenaar van het familiebedrijf aan betere successieplanning zullen doen. Daarnaast zal de nood aan controle over het familiebedrijf ook financieringsbeslissingen beïnvloeden (Romano, Tanewski & Smyrnios, 2001). Voorgaand onderzoek naar de financiering van familiebedrijven concludeert dat de nood aan familiale controle over het familiebedrijf een van de grote redenen is waarom eigenaars/managers van familiebedrijven niet graag externe financiering gebruiken (Mishra & McConaughy, 1999 ; Gallo, Tapiés & Cappuyens, 2004). Zo kan het gebruiken van schuldfinanciering de controle over het familiebedrijf verminderen want banken eisen vaak een mate controle en toezicht aan de hand van convenanten wanneer ze geld uitlenen.

Ook Molly, Uhlener, De Massis & Laveren (2019) concludeerden dat er een link bestaat tussen familiale doelen of SEW nastreven en schuldfinanciering. Gebaseerd op een studie van Belgische bedrijven, werd geconcludeerd dat de aanwezigheid van SEW elementen een indirect effect heeft op de totale schuldfinanciering gebruikt door het familiebedrijf. Volgende redeneringen verklaren het effect dat SEW heeft op het gebruik van schuldfinanciering (Baixauli-Soler, Belda-Ruiz & Sánchez-Marin, 2021). Aan de ene kant zijn familiebedrijven die een groter belang hechten aan het behouden van het verworven SEW meer geneigd om schuldfinanciering te gebruiken in plaats van ander extern kapitaal. Omdat ze op deze manier controle kunnen behouden over het bedrijf (Baixauli-Soler et al., 2021). Maar aan de andere kant als we het gebruik van schuldfinanciering gaan vergelijken met het gebruik van interne financiering, zal SEW een negatief effect hebben op het gebruik van schuldfinanciering (Baixauli-Soler et al., 2021).

Op basis van de F dimensie binnen het FIBER model beargumenteren we dat wanneer er een sterke nood aan familiale controle over het familiebedrijf is, het minder waarschijnlijk is dat de voorganger een transactieprijs vraagt aan de opvolger. Omdat de overdracht van de aandelen tegen een transactieprijs een grote financiële last met zich meebrengt en dus ook een externe financieringsnood. Om aan deze externe financieringsnood te voldoen zal er mogelijks familiale controle opgegeven moeten worden door middel van convenanten die vaak worden opgenomen in schuldfinanciering. Indien er wel een transactieprijs gevraagd wordt zal het minder waarschijnlijk zijn dat schuldfinanciering gebruikt wordt, zodat ze maximale controle kunnen behouden over het familiebedrijf. Want schuldfinanciering gaat vaak gepaard met convenanten. Daarom stelden we volgende hypothesen op:

Op basis van voorgaande kunnen volgende hypothesen opgesteld worden:

H2a: Een sterke nood aan familiale controle over het familiebedrijf zal negatief gerelateerd zijn met het vragen van een transactieprijs voor de successie.

H2b: Een sterke nood aan familiale controle over het familiebedrijf zal negatief gerelateerd zijn met het gebruiken van schuldfinanciering om de aandelenoverdracht te financieren.

De E-dimensie betreft de rol van emoties in de context van het familiebedrijf. Emoties zijn een integraal en onafscheidelijk deel van het dagelijkse werk in een organisatie (Ashforth & Humphrey, 1995). Bij familiebedrijven waar familiale relaties domineren, hebben de relaties binnen het bedrijf meer geschiedenis en meer gedeelde ervaringen. Deze diepgaande relaties beïnvloeden ongetwijfeld de huidige activiteiten en gebeurtenissen (Berrone et al., 2012). Emoties in de context van familiebedrijven worden vaak indirect besproken, in relatie met problemen die het bedrijf beïnvloeden, zoals familieruzies, persoonlijke relaties en familiecultuur (Beehr, Drexler & Faulkner, 1997; Kaye, 1996; Danes, Lee, Stafford & Heck, 2008). Omdat de grenzen tussen familie en het bedrijf nogal vaag zijn bij familiebedrijven (Berrone et al., 2010), spelen emoties een grote rol bij familiebedrijven en beïnvloeden de emoties het besluitvormingsproces (Baron, 2008). Emoties spelen ook een grote rol in de successie want het verlies van het familiebedrijf vertegenwoordigt een zeer emotionele gebeurtenis voor de meeste eigenaars van een familiebedrijf (P. Sharma & Manikuti, 2005; Shepherd et al., 2009). Daarnaast geeft deze dimensie ook meer inzicht waarom onder bepaalde omstandigheden, familieleden de mogelijkheden nemen om altruïstisch te zijn naar elkaar toe (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003b).

Op basis van de E dimensie binnen het FIBER model wordt verondersteld dat sterke emotionele verbondenheid van de familie tot het bedrijf positief gerelateerd zullen zijn aan het vragen van een transactieprijs voor de aandelen. Wanneer er een betere band is tussen de voorganger en de opvolger, zal de voorganger altruïstisch gedrag vertonen en geen transactieprijs vragen. Daarnaast wordt verondersteld

dat een sterke emotionele verbondenheid van de familie met het familiebedrijf negatief gerelateerd zal zijn aan het gebruik van schuldfinanciering om de successie te financieren. Want het gebruiken van schuldfinanciering is gerelateerd aan het faillissementsrisico (Parsons & Titman, 2008), en het verliezen van het familiebedrijf vertegenwoordigt een zeer emotionele gebeurtenis voor eigenaars van een familiebedrijf die een sterke emotionele verbondenheid met het bedrijf vertonen. Daarom stelden we volgende hypothesen op:

H3a: Een sterke emotionele verbondenheid van de familie tot het bedrijf zal negatief gerelateerd zijn met het vragen van een transactieprijs voor de successie.

H3b: Een sterke emotionele verbondenheid van de familie tot het bedrijf zal negatief gerelateerd zijn met het gebruiken van schuldfinanciering om de aandelenoverdracht te financieren.

De R-dimensie in het FIBER model, ook wel het verlangen om het bedrijf in de familie te houden, is de grootste motivator voor successie-activiteiten (Sharma, Chrisman & Chua, 2003b) en is daarnaast één van de belangrijkste doelen binnen het SEW kader (Gomez-Mejia et al., 2007). Het verlangen om het bedrijf in de familie te houden zal stijgen als de opvolger interesse toont in het familiebedrijf en als de opvolger loyaliteit en commitment toont ten opzichte van het familiebedrijf (Koropp et al., 2013). Voortzettend op de bevindingen van Schmid (2013) kan worden gesteld dat familiebedrijven die zich meer richten op familiegerichte doelen, zoals het in de familie houden van het familiebedrijf naar verwachting minder gebruik maken van schuldfinanciering (Molly et al., 2019).

Op basis van de R dimensie binnen het FIBER model beargumenteren we dat een sterk verlangen om het bedrijf in de familie te houden negatief gerelateerd is aan het vragen van een transactieprijs voor de aandelenoverdracht. Aangezien de opvolger de successie wilt vergemakkelijken indien het verlangen om het bedrijf in de familie te houden groot is. Daarnaast beargumenteren we dat een sterk verlangen om het bedrijf in de familie te houden negatief gerelateerd is aan het gebruiken van schuldfinanciering voor het financieren van de successie, zodat ook in de toekomst de familie maximale controle over het familiebedrijf kan behouden. Daarom stelden we volgende hypothese op:

H4a: Een sterk verlangen om het familiebedrijf in de familie te houden zal negatief gerelateerd zijn met het vragen van een transactieprijs voor de successie.

H4b: Een sterk verlangen om het familiebedrijf in de familie te houden zal negatief gerelateerd zijn met het gebruiken van schuldfinanciering om de aandelenoverdracht te financieren.

2.3 Risicobereidheid

Het besluitvormingsproces in familiebedrijven is significant beïnvloed door de perceptie van de eigenaar/manager op het risico geassocieerd aan de beslissing (Claver, Rienda & Quer, 2008). De perceptie van risico wordt beïnvloed door veel factoren maar ook zeker door een individu zijn risicobereidheid (Sitkin & Pablo, 1992). Een individu zijn risicobereidheid beschrijft zijn neiging om risico aan te gaan of te vermijden (Sitkin & Pablo, 1992). Risicobereidheid is dan ook een centraal concept in het besluitvormingsproces, dat de financiële beslissingen zeer sterk beïnvloedt in private familiebedrijven (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1998). Alhoewel risicobereidheid bij familiebedrijven subjectief is en zeer hard kan variëren door de persoonlijkheid van de voorganger (Jones et al., 2008), toont onderzoek aan dat eigenaars/managers van familiebedrijven over het algemeen een lagere risicobereidheid vertonen (McConaughy, Matthews & Fialko, 2001).

Het successieproces is typisch zeer risicovol voor het familiebedrijf en de eigenaars van het familiebedrijf, want successies lopen vaak fout en dit kan grote gevolgen hebben op de prestaties van het familiebedrijf. Het kan er zelfs voor zorgen dat het familiebedrijf de successie niet overleeft (Miller, Steier & Le Bretton Miller, 2003). Financieringsbeslissingen kunnen nog meer risico aan dit proces toevoegen, door het gebruik van schuldfinanciering. Want het gebruik van schuldfinanciering is gerelateerd aan het faillissementsrisico van een bedrijf, zeker als de huidige schuldfinancieringsgraad hoog is (Parsons & Titman, 2008). Verschillende studies hebben dan ook bevonden dat familiebedrijven minder schuldfinanciering gebruiken doordat het een risicovolle financieringsvorm is (Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007; McConaughy et al., 2001; Agrawal & Nagarajan, 1990; Gallo et al., 2004). Deze studies beargumenteren dat familiebedrijven andere minder risicovolle financieringsvormen verkiezen omdat het gebruik van schuldfinanciering het risico op het verliezen van financiële rijkdom kan verhogen (Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007; McConaughy et al., 2001; Agrawal & Nagarajan, 1990; Gallo et al., 2004). Maar het gebruik van schuldfinanciering kan het risico op het verliezen van SEW ook verhogen (Gómez-mejía et al., 2007). Dus familiebedrijven kunnen successie-gerelateerd risico beperken door het gebruiken van minder risicovolle vormen van financiering, zoals ingehouden winsten van het familiebedrijf en familie rijkdommen verworven door de voorgaande jaren (Koropp et al., 2013).

Op basis van de logica van risicobereidheid beschreven in deze sectie beargumenteren we dat een hogere risicobereidheid van de manager/eigenaar van het familiebedrijf positief gerelateerd is met het vragen van een transactieprijs. Want een aandelenoverdracht zonder transactieprijs is minder risicovol dan een aandelenoverdracht tegen een transactieprijs. Daarnaast beargumenteren we ook dat een hogere risicobereidheid van de manager/eigenaar van het familiebedrijf positief gerelateerd is met het gebruiken van schuldfinanciering. Want het gebruiken van eigen financiële middelen is minder risicovol dan het gebruiken van schuldfinanciering voor de financiering van de successie. Daarom stelden we volgende hypothesen op:

H5a: Een hogere risicobereidheid van de manager/eigenaar van het familiebedrijf zal positief gerelateerd zijn met het vragen van een transactieprijs voor de successie.

H5b: Een hogere risicobereidheid van de manager/eigenaar van het familiebedrijf zal positief gerelateerd zijn met het gebruiken van schuldfinanciering om de aandelenoverdracht te financieren.

2.4 Beschikbaarheid van financiering

De kapitaalstructuur en de beschikbaarheid van financiering hangt sterk samen met het stadium waarin het bedrijf zich bevindt. In het vroege stadium van een bedrijf zijn de financieringsopties zeer beperkt, want financiële instituties zullen geen schuldfinanciering aanbieden als er geen onderpand aanwezig is (Williamson, 1988). Eén van de redenen hiervoor is dat het vroege stadium van een familiebedrijf het bedrijf nog heel hard steunt op skills van de eigenaar, die menselijk kapitaal bijbrengt aan het bedrijf. Op de balans van het familiebedrijf zijn deze skills te vinden onder immateriële activa. Immateriële activa zijn moeilijk te evalueren en er is een significante tijdsperiode om deze immateriële activa om te zetten in materiële activa (Koropp et al., 2013). Maar het stadium waarin het familiebedrijf zit wanneer er een successie plaatsvindt is zeer verschillend van het vroege stadium. In dit latere stadium heeft het familiebedrijf al een zekere maturiteit behaald door jaren hard werk door de eigenaar/manager. Het familiebedrijf is gegroeid en is in bezit van meer materiële activa zoals gebouwen en machines (Koropp et al., 2013).

Agency theorie biedt een theoretisch kader aan om te analyseren of familiebedrijven makkelijkere toegang hebben tot externe financiering. Agency theorie is gebaseerd op de assumptie dat mensen uit eigenbelang handelen en dus ook de zaken opportunistisch benaderen (Barney & Hesterly, 1999). Agency theorie focust vooral op de contractuele relatie tussen de eigenaars van het bedrijf en het management (Jensen & Meckling, 1976). Agency theorie stelt dat managers streven naar het maximaliseren van het eigenbelang in plaats van het maximaliseren van de belangen van de eigenaars van het bedrijf (Davis, Hampton & Lansberg, 1997; Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976). In niet-familiebedrijven focust deze theorie zich op het geven van management incentives en dit op een manier waardoor de doelstellingen van het management en de eigenaars verenigd worden. Bij familiebedrijven zijn de doelstellingen van het management en de eigenaars dezelfde omdat dit vaak dezelfde personen zijn (Anderson & Reeb, 2003). Als gevolg verlaagt dit de agency risico's en -kosten bij een familiebedrijf. Daarnaast kunnen de agency kosten ook nog lager zijn bij familiebedrijven door de lange termijn oriëntatie van familiebedrijven (Ang, 1992). Ang (1992) beargumenteert dat de lage diversificatie van het portfolio van een familiebedrijf ervoor zorgt dat het gefocust is op de overleving van het bedrijf. Het familiebedrijf focust op de overleving van het bedrijf door het algemene risico en volatiliteit van de cash flow van het bedrijf te verminderen (Bopaiah, 1998; Diamond, 1989; Kuppuswamy & Villalonga, 2010).

De financieringsnood van het familiebedrijf kan gefinancierd worden op verschillende manieren: door het eigen vermogen, door schuldfinanciering, door een kapitaalinjectie via een uitgifte van nieuwe aandelen of door een uitgifte van "hybrid securities" (Neubauer & Lank, 1998). Deze financieringsopties die een familiebedrijf ter beschikking heeft kan men ordenen in een financiële pikorde. De pecking order theorie beschrijft dat managers bij het financieren van projecten een pikorde volgen waarin interne middelen de voorkeur genieten, gevolgd door schuld, "hybrid securities" en ten laatste een uitgifte van nieuwe aandelen (Romano et al., 2001). De pecking order benadering is niet gebaseerd op een beoogde verhouding tussen schuld en eigen vermogen, maar wel op het minimaliseren van transactiekosten die ontstaan bij het aantrekken van financiering (Romano et al., 2001).

Aangezien een transactieprijs gefinancierd moet worden, zal er vaak alleen een transactieprijs gevraagd worden als er financiële middelen aanwezig zijn (intern of extern). Dus beargumenteren we dat de beschikbaarheid van (interne of externe) financiële middelen zal leiden tot het sneller vragen van een transactieprijs. Wanneer er geen beschikbaarheid van interne of externe financiering is, zal er ook geen transactieprijs gevraagd worden, want deze kan gewoonweg niet betaald worden door de (arme/illiquide) opvolger. Daarnaast beargumenteren we ook op basis van de pecking order theorie dat de beschikbaarheid van schuldfinanciering een positief effect zal hebben op het gebruik van schuldfinanciering. Want eigenaars van familiebedrijven verkiezen het gebruiken van schuldfinanciering ten opzichte van andere financieringsmiddelen buiten het eigen vermogen. Op basis van de pecking order theorie zal de beschikbaarheid van eigen financiële middelen negatief gecorreleerd zijn met het gebruiken van schuldfinanciering. Want eigenaars van familiebedrijven verkiezen het gebruiken van eigen vermogen ten opzichte van schuldfinanciering. Daarom stelden we volgende hypothese op:

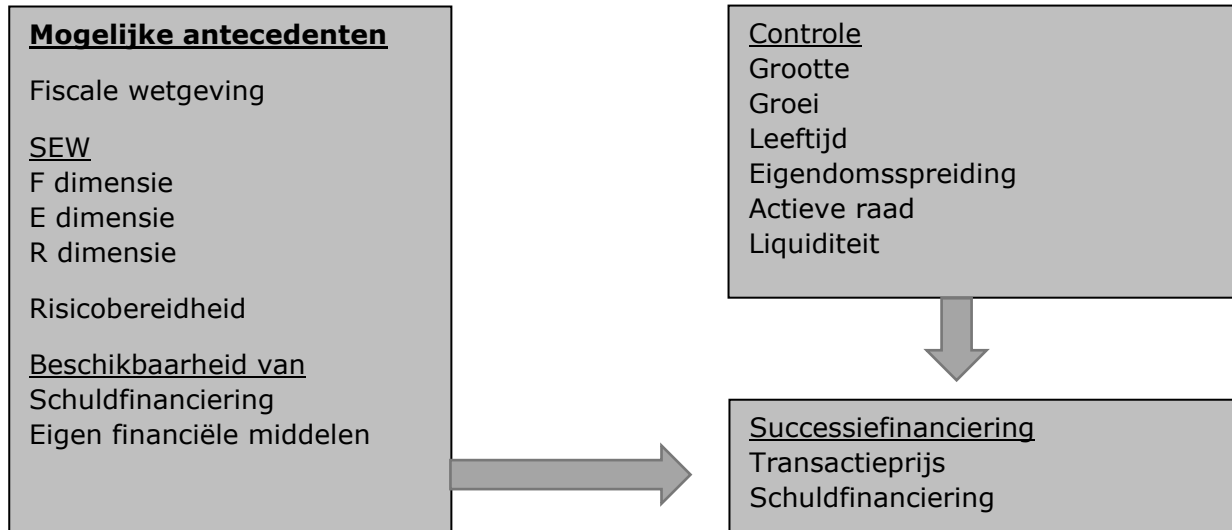
H6a: De beschikbaarheid van schuldfinanciering zal positief gerelateerd zijn met het vragen van een transactieprijs voor de successie.

H6b: De beschikbaarheid van schuldfinanciering zal positief gerelateerd zijn met het gebruiken van schuldfinanciering om de aandelenoverdracht te financieren.

H7a: De beschikbaarheid van eigen financiële middelen zal positief gerelateerd zijn met het vragen van een transactieprijs voor de successie.

H7b: De beschikbaarheid van eigen financiële middelen zal negatief gerelateerd zijn met het gebruiken van schuldfinanciering om de aandelenoverdracht te financieren.

Figuur 1: Conceptueel model van successiefinanciering



3. Methodologie

3.1 Dataset

Voor het testen van de hypothesen, wordt gebruik gemaakt van secundaire data van bedrijven verkregen uit een survey opgestuurd in kader van een doctoraatsstudie aangevuld met data uit de Belfirst databank. Er werd een survey opgestuurd naar 1000 familiebedrijven gelegen in Vlaanderen, deze bedrijven hebben openlijk gecommuniceerd een intra-familiale overdracht van de aandelen meegemaakt te hebben in de laatste 20 jaar. Om deze bedrijven te selecteren is er een diepgaand onderzoek gedaan door nieuwsbladen, bedrijfsmagazines en bedrijfswebsites. Na twee rondes van data collectie, hebben 347 familiebedrijven de survey ingevuld. De survey biedt gedetailleerde informatie over onder andere de meest recente aandelenoverdracht. Van deze 347 ingevulde vragenlijsten bleven er na het verwijderen van onvolledige observaties nog een 237 familiebedrijven over.

3.2 Afhankelijke Variabelen

Er worden twee regressiemodellen opgesteld, waarbij overdrachtfinancieringskeuzes op twee verschillende manieren gemeten wordt.

Eenzijds wordt gebruik gemaakt van de variabele *transactieprijs*, die aangeeft of de aandelen al dan niet tegen een *transactieprijs* werd overdragen. *Transactieprijs* (1/0) is een dummyvariabele die aangeeft of de aandelen (deels) werden overgedragen via een verkoop (1). De variabele heeft de waarde 0 indien de aandelen volledig werden overgedragen via een schenking of erfenis.

Het tweede regressiemodel bekijkt de keuze om al dan niet schuldfinanciering te gebruiken voor de successie van de aandelen te financieren. *Schuldfinanciering* is een dummy variabele (1/0) met als waarde 1 indien de successie van de aandelen (deels) gefinancierd werd met schulden. Indien de successie van de aandelen gefinancierd wordt zonder schuldfinanciering is de waarde 0.

3.3 Onafhankelijke Variabelen

Fiscale wetgeving. In de regressies met 'transactieprijs' als afhankelijke variabele, wordt fiscale wetgeving gemeten aan de hand van een dummyvariabele (1/0). Indien de laatste successie plaatsgenomen heeft na 2012 is de waarde 1. Indien de laatste successie plaatsgenomen heeft voor 2012 is de waarde 0. De keuze voor het jaar 2012 vindt zijn oorsprong in het feit dat de erf- en schenkbelasting veranderd is in 2012. Voor de keuze om schuldfinanciering te gebruiken (H1b) wordt de fiscale wetgeving op een andere manier gemeten. De fiscale wetgeving wordt gemeten aan de hand van een vraagstelling waarin de respondent moet aangeven hoe sterk zijn overdrachtfinancieringskeuze beïnvloed werd door fiscale motieven (5-punt schaal).

De nood aan familiale controle over het familiebedrijf (F-dimensie), de emotionele verbondenheid (E-dimensie) en het verlangen om het bedrijf in de familie te houden (R-dimensie) worden gemeten aan de hand van het FIBER model van Berrone et al. (2012). De items binnen elke dimensie werden gemeten aan de hand van een 7-punt schaal. De waarde van de variabele is het gemiddelde van alle items van die dimensie.

Risicobereidheid wordt gemeten aan de hand van de risico dimensie van de entrepreneurial orientation schaal van Miller/Covin en Slevin (1989). De aspecten binnen de risico dimensie werden gemeten aan de hand van een 7-punt schaal. De waarde van de variabele is het gemiddelde van alle aspecten van de risicodimensie.

De beschikbaarheid van schuldfinanciering wordt gemeten aan de hand van een 5-puntschaal, waarbij de mate van (externe) financieringsbeperkingen aangeduid werd (1= helemaal geen probleem, 5 = zeer groot probleem).

De beschikbaarheid van eigen financiële middelen wordt gemeten aan de hand van de rentabiliteit van het bedrijf. Met als assumptie dat bedrijven die rendabeler zijn meer eigen financiële middelen ter beschikking hebben. De waarde van de variabele wordt berekend door het resultaat na belastingen te delen door het totaal activa. Het resultaat na belastingen wordt gedeeld door het totaal actief, omdat prestatievariabelen altijd herschaald moeten worden.

3.4 Controlevariabelen

De toegevoegde controlevariabelen zijn bedrijfsspecifieke factoren die de haalbaarheid van de financieringskeuze beïnvloeden. Aangezien de grootte van het bedrijf, de groei van het bedrijf, de eigendomsspreiding van het bedrijf, de leeftijd van het bedrijf en de aanwezigheid van een actieve raad van bestuur volgens voorgaande studies een effect hebben op de financieringsbeslissingen van familiebedrijven (Romana et al., 2001; Gallo et al., 2004; Blanco-Mazagatos et al., 2007), worden deze toegevoegd als controlevariabelen. Daarnaast wordt er ook nog een liquiditeitsmaatstaf als controlevariabele toegevoegd.

De grootte van het bedrijf wordt gedefinieerd als het natuurlijk logaritme van het totaal aantal werknemers (Anderson & Reeb, 2003 ; Le Breton Miller, Miller & Lester, 2011). De leeftijd van het bedrijf wordt gedefinieerd als het aantal jaar sinds het bedrijf is opgestart (Anderson & Reeb, 2003; Le Breton Miller et al., 2011). De groei van het bedrijf wordt gemeten aan de hand van de activagroei (behaald in het jaar 2018), aangezien de omzetcijfers niet algemeen beschikbaar zijn in België.

De eigendomsspreiding van het bedrijf wordt gemeten aan de hand van het aantal aandeelhouders dat het bedrijf telt. Aangezien deze gegevens niet algemeen beschikbaar zijn in België en er in de vragenlijst niet gevraagd is naar het precieze aantal, wordt de eigendomsspreiding weergegeven via een categorische variabele. De categorieën bestaan uit 1, 2, 3, 4, 5, 6 tot 10, 10 tot 20 en ten laatste meer dan 20.

Actieve raad van bestuur of advies is een dummy variabele (1/0) die aangeeft of er een actieve raad van bestuur of een raad van advies aanwezig is (1) en een 0 bedraagt indien dit niet het geval is.

De liquiditeit van het bedrijf wordt berekend door de liquide middelen te delen door de totale activa.

3.5 Regressiemodellen

Samengevat vormen de drie categorieën van variabelen de volgende regressiemodellen. De a-hypothesen worden getest aan de hand van het eerste regressiemodel en de b-hypothesen worden getest aan de hand van het tweede regressiemodel.

$$\text{Transactieprijs} = \beta_0 + \beta_1(\text{Fiscale wetgeving } 1) + \beta_2(\text{F dimensie}) + \beta_3(\text{E dimensie}) + \beta_4(\text{R dimensie}) + \beta_5(\text{Risicobereidheid}) + \beta_6(\text{beschikbaarheid schuld}) + \beta_7(\text{Beschikbaarheid eigen financiële middelen}) + \beta_8(\text{Grootte}) + \beta_9(\text{Leeftijd}) + \beta_{10}(\text{Groei}) + \beta_{11}(\text{Eigendomsspreiding}) + \beta_{12}(\text{Actieve raad}) + \beta_{13}(\text{Liquiditeit}) + \varepsilon$$

Schuldfinanciering = $\beta_0 + \beta_1(\text{Fiscale wetgeving 2}) + \beta_2(\text{F dimensie}) + \beta_3(\text{E dimensie}) + \beta_4(\text{R dimensie}) + \beta_5(\text{Risicobereidheid}) + \beta_6(\text{beschikbaarheid schuld}) + \beta_7(\text{Beschikbaarheid eigen financiële middelen}) + \beta_8(\text{Grootte}) + \beta_9(\text{Leeftijd}) + \beta_{10}(\text{Groei}) + \beta_{11}(\text{Eigendomsspreiding}) + \beta_{12}(\text{Actieve raad}) + \beta_{13}(\text{Liquiditeit}) + \varepsilon$

Gegeven dat de afhankelijke variabele voor beide regressiemodellen, transactieprijs en schuldfinanciering, dummyvariabelen zijn, wordt er gebruikt gemaakt van binaire logistische regressies. De data analyse is uitgevoerd met het SPSS pakket. We hanteren een significantieniveau van 10% consequent met voorgaand exploratief onderzoek.

4. Resultaten

4.1 Descriptieve statistieken

Zoals aangehaald in de methodologie bestaat de dataset uit 237 familiebedrijven. De onderstaande tabel geeft de beschrijvende statistieken weer voor de gebruikte dataset. Voor elke variabele wordt het aantal, het minimum, het maximum, het gemiddelde en de standaardafwijking voorgesteld.

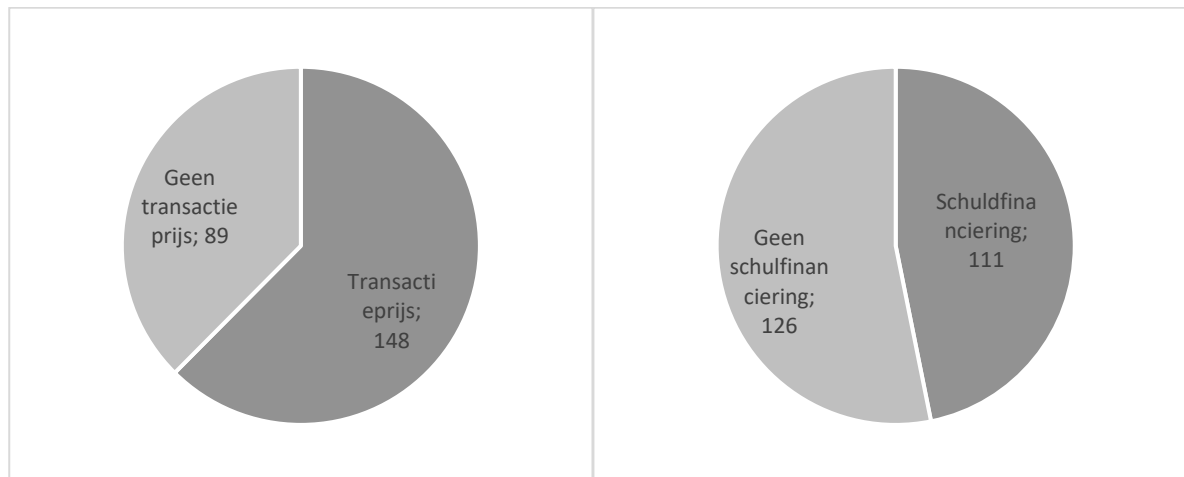
De leeftijd van de bedrijven in de steekproef heeft een grote spreiding, zo is het jongste bedrijf 11 jaar en het oudste bedrijf 199 jaar oud. Het gemiddelde bedrijf in onze steekproef is 62 jaar oud en groeit 6,5% per jaar. Het gemiddelde belang van de F dimensie voor de bedrijven in onze steekproef is 5,13 op een 7-punt schaal, het gemiddelde belang van de E dimensie voor de bedrijven in onze steekproef is 5,05 op een 7-punt schaal en het gemiddeld belang van de R dimensie voor de bedrijven in onze steekproef is 5,44 op een 7-punt schaal. De gemiddelde risicobereidheid van de bedrijven in onze steekproef is 3,94 op een 7-punt schaal. De bedrijven in onze steekproef hebben gemiddeld gezien geen tot weinig problemen met het verkrijgen van schuldfinanciering. 51% van de aandelenoverdrachten van onze steekproef gebeurde na 2012.

Tabel 1: Descriptieve statistieken (n=237)

	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaardafwijking
Transactieprijs	0	1	0,62	0,485
Schuldfinanciering	0	1	0,47	0,500
Fiscale wetgeving 1	0	1	0,49	0,501
Fiscale wetgeving 2	1	5	3,23	1,146
F dimensie	1	7	5,13	1,13301
E dimensie	1,17	7	5,0534	0,96353
R dimensie	1,75	7	5,4409	1,14365
Risicobereidheid	1	6,67	3,9381	1,07965
Toegang schuldfinanciering	1	5	1,72	0,924
Rentabiliteit	-0,53	0,63	0,0379	0,08847
Grootte	0,69	7,17	3,3753	1,34306
Leeftijd	11	199	62,3924	34,11064
Activagroei	-0,84	1,23	0,065	0,21174
Eigendomsspreiding	1	8	2,46	1,243
Actieve raad	0	1	0,42	0,494
Liquiditeit	0	0,9	0,1618	0,15828

Van de 237 familiebedrijven die de aandelen hebben overgedragen in onze dataset, werden bij 148 familiebedrijven (62,4%) de aandelen overgedragen tegen een transactieprijs. Terwijl bij 89 familiebedrijven (37,6%) de aandelen zonder een transactieprijs werden overgedragen. Zoals te zien is in figuur 2. Van de 237 familiebedrijven die de aandelen hebben overgedragen in onze dataset, hebben 111 familiebedrijven (46,8%) gebruik gemaakt van schuldfinanciering om deze successie te financieren. Terwijl 126 familiebedrijven (53,2%) geen gebruik gemaakt hebben van schuldfinanciering.

Figuur 2: Keuze vragen van een transactieprijs Figuur 3: Keuze gebruik van schuldfinanciering



4.2 Correlatieanalyse

In de onderstaande tabel vinden we de Pearson correlatiecoëfficiënten tussen de verschillende variabelen in de regressie terug. Uit de onderstaande tabel kunnen interessante verbanden opgemerkt worden. Er bestaat een significant sterk positief verband tussen transactieprijs en schuldfinanciering. Dit kan verklaard worden doordat er geen grote financieringsdruk is, als er geen transactieprijs gevraagd wordt. Omdat er lagere transactiekosten gepaard gaan met een successie zonder transactieprijs. Deze transactiekosten kunnen gefinancierd worden zonder schuldfinanciering.

De onafhankelijke variabelen zijn ook gecorreleerd met enkele afhankelijke variabelen; transactieprijs heeft een significant negatief verband met de variabele fiscale wetgeving 2, de F dimensie en eigendomsspreiding. Daarnaast is transactieprijs positief gerelateerd met de controlevariabele leeftijd. Schuldfinanciering is negatief gerelateerd aan de variabele fiscale wetgeving 2.

Uit de correlatietabel merken we ook op dat enkele onafhankelijke variabelen met elkaar gerelateerd zijn. De F dimensie, E dimensie en R dimensie zijn positief gecorreleerd aan elkaar. Dit kan verklaard worden doordat samenhangen onder het concept SEW. Daarnaast zijn er enkele logische verbanden vastgesteld. Ten eerste is de toegang tot schuldfinanciering negatief gecorreleerd met rentabiliteit, grootte en liquiditeit. Dit betekent dat indien het bedrijf meer problemen ondervindt om schuldfinanciering te verkrijgen, de rentabiliteit, grootte en liquiditeit lager ligt. Ten tweede is de rentabiliteit ook nog positief gecorreleerd aan de liquiditeit. Daarnaast is de risicobereidheid positief gerelateerd aan grootte en actieve raad. Dus indien het een groter bedrijf is en een actieve raad van bestuur heeft zal de risicobereidheid hoger liggen. We merken ook op dat de R dimensie ook nog positief gecorreleerd aan de grootte, leeftijd, eigendomsspreiding en actieve raad. Dus het belang om het bedrijf in de familie te houden is groter indien het bedrijf groter en ouder is, het belang om het bedrijf in de familie is ook groter indien het bedrijf meer aandeelhouders en een actieve raad van bestuur heeft. Ten laatste is de F dimensie ook nog negatief gecorreleerd met actieve raad. Dus indien er een actieve raad aanwezig is in het familiebedrijf is de nood aan familiale controle lager.

Tabel 2: Correlatietabel

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
Transactieprijs (1)	1															
Schuldfinanciering (2)	,656**	1														
Fiscale wetgeving 1 (3)	0,035	0,053	1													
Fiscale wetgeving 2 (4)	-,127*	-,137*	0,05	1												
F dimensie (5)	-,235**	-,0101	-,092	0,038	1											
E dimensie (6)	-,098	-,0015	-,121*	-,011	,412**	1										
R dimensie (7)	-,068	-,0028	0,082	0,016	,348**	,470**	1									
Risicobereidheid (8)	0,037	0,043	-,0006	-,029	0,034	-,0028	0,105	1								
Toegang schuldfinanciering (9)	-,0016	0,051	-,0022	0,017	0,056	-,0036	-,0073	-,0037	1							
Rentabiliteit (10)	0,05	0,061	0,114	-,0035	-,0034	0,052	0,014	-,0066	-,280**	1						
Grootte (11)	-,076	-,052	,167**	0,071	-,0109	-,0085	,167**	,271**	-,136*	0,089	1					
Leeftijd (12)	,152**	0,066	0,031	0,004	0,04	-,002	,132*	0,029	-,001	0,01	0,074	1				
Groei (13)	0,029	0,032	0,078	0,013	0,05	0,043	0,066	0,1	-,0101	0,065	-,0011	-,168**	1			
Eigendomsspreiding (14)	-,237**	-,008	0,051	,131*	0,096	0,101	,141*	0,003	-,0067	-,003	,174**	0,006	-,0036	1		
Actieve raad (15)	-,051	-,0084	,130*	0,05	-,112*	-,0049	,145*	,239**	0,062	0,004	,410**	,111*	-,0054	,144**	1	
Liquiditeit (16)	-,025	-,011	-,0052	-,004	0,046	0,08	0,052	-,0094	-,256**	,391**	-,185**	-,0044	0,013	-,0067	-,0071	1

*,** correlatie is significant op 0,01 niveau, 0,05 niveau(2-zijdig).

4.3 Transactieprijs

Het eerder geconstrueerd regressiemodel wordt gebruikt voor het toetsen van de impact van de onafhankelijke variabelen op de keuze om een transactieprijs te vragen (a-hypothesen). Het model beschouwt het vragen van een transactieprijs als antwoord en behandelt geen transactieprijs als referentie categorie. Zoals tabel 3 aantoont is het model significant (Chi-square = 41,131, $p < 0.001$).

Tabel 3: Omnibus test

Likelihood Ratio Chi-Square	df	Sig.
41,131	13	<,001

a. dependent variable: transactieprijs

b. predictors: (Constant), Fiscale wetgeving 1, F dimensie, E dimensie, R dimensie, Risicobereidheid, Toegang Schuldfinanciering, Grootte, Rentabiliteitsmaatstaf, Leeftijd, groei, Eigendomsspreiding, Actieve raad, Liquiditeitsmaatstaf.

Tabel 4: Coëfficiënten

Model	Hypothesis Test				
	B	Std. Error	Wald Chi-Square	df	Sig.
(Intercept)	1,755	0,8017	4,795	1	0,029
Fiscale wetgeving 1	0,247	0,1857	1,777	1	0,182
F dimensie	-0,277	0,0945	8,564	1	0,003***
E dimensie	0,01	0,1122	0,007	1	0,932
R dimensie	0,024	0,0946	0,067	1	0,796
Risicobereidheid	0,091	0,0893	1,028	1	0,311
Toegang schuldfinanciering	0,026	0,1032	0,064	1	0,801
Rentabiliteit	0,892	1,126	0,627	1	0,429
Grootte	-0,085	0,0788	1,169	1	0,28
Leeftijd	0,006	0,0028	5,247	1	0,022**
Groei	0,278	0,4427	0,394	1	0,53
Eigendomsspreiding	-0,326	0,0765	18,204	1	<,001***
Actieve raad	-0,024	0,207	0,014	1	0,906
Liquiditeit	-0,196	0,6486	0,091	1	0,763

a. dependent variable: transactieprijs

*, **, *** variabele is significant op het 0,10 niveau, 0,05 niveau, 0,01 niveau

De eerste a-hypothese kan niet bevestigd worden op basis van de resultaten uit het regressiemodel. De dummyvariabele fiscale wetgeving 1 is insignificant op een 10% significantieniveau ($B = 0,247$, n.s.). De tweede a-hypothese wordt bevestigd op basis van de resultaten uit het regressiemodel. De variabele F dimensie is significant op het 1% significantieniveau, een sterke nood aan familiale controle heeft een negatieve invloed op het vragen van een transactieprijs door de opvolger ($B = -0,277$, $p < 0,01$). Hypothese 3a tot en met hypothese 7a kunnen niet bevestigd worden, aangezien de variabele steeds insignificant zijn op het 10% significantieniveau. Bijgevolg kan er niet bevestigd worden dat emotionele betrokkenheid, de wens om het familiebedrijf in de familie te houden, de risicobereidheid, de toegang tot schuldfinanciering en de beschikbaarheid van eigen middelen een invloed hebben op de keuze om al dan niet over te dragen aan de hand van een transactieprijs.

4.4 Schuldfinanciering

In een tweede regressiemodel wordt de impact van de onafhankelijke variabelen op de keuze om schuldfinanciering te gebruiken voor de successie te financieren (b-hypothesen) getoetst. Het model beschouwt het gebruiken van schuldfinanciering als antwoord en het niet gebruiken van schuldfinanciering als referentie categorie. Zoals tabel 5 aantoont is het model significant (Chi-square = 22,124, $p < 0,1$).

Tabel 5: Omnibus test

Likelihood Ratio Chi-Square	df	Sig.
22,124	13	0,053

a. Dependent Variable: schuldfinanciering

b. Predictors: (Constant), Fiscale wetgeving 2, F dimensie, E dimensie, R dimensie, Risicobereidheid, Toegang Schuldfinanciering, Grootte, Rentabiliteitsmaatstaf, Leeftijd, groei, Eigendomsspreiding, Actieve raad, Liquiditeitsmaatstaf.

Tabel 6: Coëfficiënten

Model	Hypothesis Test				
	B	Std. Error	Wald Chi-Square	df	Sig.
(Intercept)	0,466	0,751	0,386	1	0,535
Fiscale wetgeving 2	-0,167	0,0755	4,879	1	0,027**
F dimensie	-0,143	0,0857	2,801	1	0,094*
E dimensie	0,05	0,1045	0,233	1	0,629
R dimensie	0,056	0,088	0,411	1	0,521
Risicobereidheid	0,094	0,0826	1,285	1	0,257
Toegang schuldfinanciering	0,163	0,099	2,703	1	0,1*
Rentabiliteit	2,204	1,1023	3,997	1	0,046**
Grootte	-0,057	0,0754	0,569	1	0,451
Leeftijd	0,001	0,0026	0,28	1	0,597
Groei	0,223	0,4145	0,289	1	0,591
Eigendomsspreiding	-0,087	0,0723	1,464	1	0,226
Actieve raad	-0,327	0,1988	2,708	1	0,1*
Liquiditeit	-0,815	0,6312	1,668	1	0,197

a. dependent variable: schuldfinanciering

*, **, *** variabele is significant op het 0,10 niveau, 0,05 niveau, 0,01 niveau

De eerste b-hypothese wordt niet bevestigd op basis van de resultaten van het regressiemodel. De variabele fiscale wetgeving 2 heeft een significant negatieve invloed op een 5% significantieniveau ($B = -0,167$, $p < 0,05$), terwijl er net een positief verband van fiscale planning op het gebruik van schuldfinanciering verwacht werd. De tweede b-hypothese wordt bevestigd op basis van de resultaten van het regressiemodel. De variabele F dimensie is significant op een 10% significantieniveau, een sterke nood aan familiale controle heeft een significant negatieve invloed op het gebruiken van schuldfinanciering ($B = 0,143$, $p < 0,1$). Hypothese 3b tot en met hypothese 5b kunnen niet bevestigd worden op basis van de resultaten uit het regressiemodel. De variabelen E dimensie, R dimensie en risicobereidheid zijn insignificant op een 10% significantieniveau. De zesde b-hypothese wordt niet bevestigd op basis van de resultaten van het regressiemodel. De variabele toegang schuldfinanciering is significant positief op een 10% significantieniveau. Externe schuldfinancieringsbeperkingen hebben een significant positief effect op

het gebruik van schuldfinanciering voor de successie te financieren ($B = 0,163$, $p < 0,1$). Indien de familiebedrijven aangaven meer problemen te ondervinden met het verkrijgen van schuldfinanciering nadat de successie had plaats gevonden, is de kans groter dat het familiebedrijf schulden heeft gebruikt om de successie te financieren. De zevende b-hypothese wordt niet bevestigd op basis van de resultaten van het regressiemodel. De variabele rentabiliteit is significant op een 5% significantieniveau. De beschikbaarheid van eigen financiële middelen heeft een significant positieve invloed op het gebruiken van schuldfinanciering voor de successie te financieren ($B = 2,204$, $p < 0,05$).

5. Discussie

5.1 bespreking van de resultaten

Op basis van de empirische studie kunnen we stellen dat de fiscale wetgeving een antecedent is van successiefinanciering. Toch zijn niet beide hypothesen van de fiscale wetgeving bevestigd, zo had de fiscale wetgeving geen significant effect op het vragen van een transactieprijs. Dus kunnen we concluderen op basis van de empirie dat de erf- en schenkbelasting in België geen tot weinig invloed heeft op de keuze om de aandelen al dan niet over te dragen tegen een transactieprijs. Dit insignificant effect kan mogelijk verklaard worden doordat dit effect werd gemeten aan de hand van de tijdsvariabele op basis van de wijzigingen in 2012 van de erf- en schenkbelasting in België. Want deze wijziging had als doel de eigenaars van familiebedrijven te motiveren om de successie van het familiebedrijf beter te plannen, door het verhoogde erfbelastingtarief hoger te zetten dan het verlaagde schenkbelastingtarief (Ex & Slaets, 2017). en dus niet per se de eigenaars motiveren om geen transactieprijs te vragen. Daarnaast speelt het fiscale kader wel een belangrijke rol op de keuze om schuldfinanciering te gebruiken. Zo heeft de fiscale wetgeving een negatief effect op het gebruik van schuldfinanciering voor de successie te financieren. Terwijl we op basis van het belastingvoordeel dat schuldfinanciering met zich meedraagt verwachten dat fiscale planning een positief effect heeft op het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de aandelenoverdracht. Dit kan mogelijk verklaard worden doordat het niet vragen van een transactieprijs de beste optie is op basis van de minimalisatie van transactiekosten redenering. Want in het tweede model zijn de aandelenoverdrachten zonder transactieprijs ook opgenomen zodat de steekproef voldoende groot bleef.

Van de drie FIBER-dimensies onderzocht in deze masterproef is enkel de F-dimensie, de nood aan familiale controle over het familiebedrijf, een antecedent van successiefinanciering. Dat de nood aan familiale controle over het familiebedrijf een antecedent is van successiefinanciering ligt niet in lijn met het voorgaande empirisch onderzoek van Koropp et al. (2013) waarin werd vastgesteld dat de familiale controle over het familiebedrijf geen antecedent is van successiefinanciering. Maar in deze masterproef werd vastgesteld dat de nood aan familiale controle een negatief effect heeft op het vragen van een transactieprijs voor de aandelen en een negatief effect op het gebruik van schuldfinanciering voor de aandelenoverdracht te financieren. Deze negatieve effecten werden ook verwacht op basis van de literatuur omtrent het effect van de F-dimensie uit het FIBER model van SEW op financiering. Op basis van de F dimensie binnen het FIBER model beargumenteerden we dat een sterke nood aan familiale controle over het familiebedrijf een negatief effect heeft op het vragen van een transactieprijs door de voorganger, omdat de overdracht van de aandelen tegen een transactieprijs een grote financiële last met zich meebrengt en dus ook een externe financieringsnood. Om aan deze externe financieringsnood te voldoen zal er familiale controle opgegeven moeten worden ten gevolge van convenanten die vaak worden opgenomen in leningen.

Dezelfde negatieve effecten werden ook verwacht voor de E-dimensie en R-dimensie, emoties binnen het familiebedrijf en het in de familiehouden van het familiebedrijf, maar op basis van de empirische analyse zijn deze FIBER dimensies geen antecedenten van successiefinanciering en hebben dan ook geen significant effect op het vragen van een transactieprijs voor de aandelen en het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de aandelenoverdracht.

Risicobereidheid is volgens de empirische analyse ook geen antecedent van successiefinanciering. Zo had het geen significant effect op het vragen van een transactieprijs voor de aandelen en ook geen significant effect op het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de aandelenoverdracht. Terwijl er op

basis van de literatuurstudie een positief effect werd verwacht door risicobereidheid op het vragen van een transactieprijs en op het gebruik van schuldfinanciering voor de financiering van de aandelenoverdracht. Dezelfde conclusie werd ook vastgesteld in de studie van Koropp et al. (2013). Dit resultaat kan mogelijk verklaard worden door de algemene lagere risicobereidheid van manager/eigenaars van familiebedrijven.

De beschikbaarheid van schuldfinanciering en eigen financiële middelen zijn antecedenten van successiefinanciering. De beschikbaarheid van schuldfinanciering en eigen financiële middelen hadden geen significant effect op het vragen van een transactieprijs. Maar de beschikbaarheid van schuldfinanciering en eigen financiële middelen hadden wel een significant effect op het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de successie. Zo heeft de beschikbaarheid van schuldfinanciering een negatief effect op het gebruik van schuldfinanciering, in tegenstelling tot de verwachting op basis van de literatuur. Maar dit kan mogelijk verklaard worden doordat het mogelijk is dat familiebedrijven die hun overdracht gefinancierd hebben met schulden daardoor een hogere schuldgraad bezitten. Waardoor het na de overdracht aanleiding geeft tot een moeilijker toegang tot schulden. Dit heeft echter wel tot gevolg dat de relatie net omgekeerd in elkaar zit, het gebruik van schuldfinanciering voor het financieren van de successie leidt tot moeilijker toegang tot schuld na de successie. De beschikbaarheid van eigen middelen heeft een positief effect op het gebruiken van schuldfinanciering voor het financieren van de successie in tegenstelling tot de verwachting op basis van de literatuur. Dit kan mogelijk verklaard worden doordat rendabele bedrijven als interessante partners worden beschouwd door schuldeisers, want hierbij is het duidelijk dat ze hun schulden makkelijk kunnen afbetalen. Als gevolg hebben deze rendabele bedrijven goed toegang tot schuldfinanciering. Minder rendabele bedrijven zullen daarentegen minder snel schulden kunnen aangaan.

5.2 Beperkingen en toekomstig onderzoek

Er zijn ook enkele beperkingen verbonden aan dit onderzoek. De gebruikte steekproef van 237 familiebedrijven is beperkt. Verder is er ook niet nagegaan of de steekproef gevarieerd genoeg was om de populatie te representeren, wegens beperkte tijd en middelen. Toekomstig onderzoek kan dan ook de representativiteit van de steekproef nagaan waarop er betere resultaten bekomen kunnen worden. Toekomstig onderzoek kan de antecedenten van successiefinanciering gaan onderzoeken met een grotere en een meer representatieve steekproef. Daarnaast focust deze masterproef zich op familiebedrijven gelegen in Vlaanderen en is daardoor dan ook beïnvloed door de specifieke factoren (bv. fiscale wetgeving) gerelateerd aan België en meer specifiek Vlaanderen. Toekomstig onderzoek kan de antecedenten van successiefinanciering dan ook gaan onderzoeken in andere landen (met een andere fiscale wetgeving) of zelfs een onderzoek doen over verschillende landen heen.

Er zijn ook enkele beperkingen gekoppeld aan de methodologie omtrent het meten van bepaalde variabelen. Ten eerste zijn de variabele fiscale wetgeving in het tweede model en beschikbaarheid van schuldfinanciering niet gemeten aan de hand van een gevalideerde schaal. De fiscale wetgeving in het tweede model werd gemeten aan de hand van het aangegeven belang voor fiscale wetgeving door de manager/eigenaar van het familiebedrijf. De beschikbaarheid van schuldfinanciering werd gemeten aan de hand van de aangegeven problemen om toegang te krijgen tot schuldfinanciering door de manager/eigenaar van het familiebedrijf. Ten tweede is niet de beste maatstaf gebruikt om de beschikbaarheid van eigen financiële middelen te meten. Zo is de variabele beschikbaarheid van eigen financiële middelen gemeten aan de hand van de rentabiliteit en de assumptie dat meer rendabele bedrijven meer beschikking hebben over eigen financiële middelen. De laatste beperking omtrent de meting van variabelen heeft te maken met het tijdsaspect. Aangezien de antecedenten gemeten werden aan de hand

van een vragenlijst (afgenomen in 2018-2019), is er een tijdsdiscrepancie tussen het jaar van successie (vaak eerder dan 2018) en de meting van de antecedenten. Idealiter werden de antecedenten gemeten op het moment dat de successiefinancieringskeuze genomen werd. Het feit dat er een timingverschil is tussen de antecedenten en de successiefinancieringskeuze heeft mogelijk tot gevolg dat bepaalde resultaten vertekend zijn, zeker in geval van antecedenten die nogal kunnen fluctueren overheen de tijd (o.a., de impact van beschikbaarheid van schuldfinanciering op de successiefinancieringskeuze). Toekomstig onderzoek kan dan ook de variabele meten voor het jaar dat de successie wordt uitgevoerd en kan zo betere resultaten bekomen.

Aangezien dit een exploratieve studie is zijn er nog genoeg pistes voor toekomstig onderzoek, één piste die zeker interessant is voor toekomstig onderzoek, is het verder onderzoeken van de variabelen die een significante invloed hadden op de successiefinanciering om het verband beter te begrijpen. Toekomstig onderzoek kan natuurlijk ook nog antecedenten die een invloed hebben op de successiefinanciering die nog niet onderzocht zijn onderzoeken zoals het effect van de industrie van het familiebedrijf.

5.3 Conclusie

De centrale onderzoeksvraag: "Wat zijn de antecedenten van successiefinanciering?" kan gedeeltelijk beantwoord worden aangezien niet alle mogelijke antecedenten onderzocht werden in deze studie. Omdat er tot nu toe weinig onderzoek gedaan is naar de successiefinanciering binnen familiebedrijven was deze masterproef ook een exploratieve studie naar mogelijke antecedenten van successiefinanciering. In het beperkt voorgaand onderzoek naar de antecedenten van successiefinanciering werd er geconcludeerd dat de financiële kennis van de eigenaar/manager, houding ten opzichte van schulden, successie planning en ervaring met successie antecedenten zijn van successiefinancieringsbeslissingen. Deze masterproef voegt daar nood aan familiale controle, fiscale wetgeving, toegang aan schuldfinanciering en de toegang van eigen financiële middelen aan toe als antecedenten van successiefinancieringsbeslissingen. Maar er is nog veel toekomstig onderzoek naar successiefinanciering nodig om deze bevindingen te bevestigen en nieuwe antecedenten te vinden.

6. Bibliografie

- Agrawal, A., & Nagarajan, N. J. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *Journal of Finance*, 45(4), 1325–1331.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58: 1301–1328.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263–285.
- Ang, J. S. 1992. On the theory of finance for privately held firms. *Journal of Small Business Finance*, 1: 185–203.
- Ashforth, B., & Humphrey, R. (1995). Emotion in the workplace: a reappraisal. *Human Relations*, 48(2), 97-125.
- Astrachan, J. H., & Kolenko, T. A. (1994). A neglected factor explaining family business success: Human resource practices. *Family business review*, 7(3), 251-262.
- Barney, J. B., & Hesterly, W. (1999). *Study Organizations*, Sage Publication, pp. 109-141.
- Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1987). Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure? *Academy of Management Review*, 12(1), 67–75.
- Beehr, T. A., Drexler, J. A., & Faulkner, S. (1997). Working in small family businesses: Empirical comparisons to nonfamily businesses. *Journal of Organizational Behavior*, 18, 297-313.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bjuggren, P.-O., & Sund, L.-G. (2002). A transaction cost rationale for transition of the firm within the family. *Small Business Economics*, 19(2), 123–133
- Bjuggren, P.-O., & Sund, L.-G. (2005). Organization of Transfers of Small and Medium-Sized Enterprises Within the Family: Tax Law Consideration. *Family Business Review*, 18(4), 305-319.
- Blanco-Mazagatos, V., de Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L. A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study. *Family Business Review*, 20(3), 199–213.
- Bopaiah, C. 1998. Availability of credit to family businesses. *Small Business Economics*, 11: 75–86.
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family–controlled firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(3), 249-265.
- Casier, H. (2012). Nieuwe Vlaamse fiscale spelregels inzake de overdracht van een familiebedrijf. *Successierechten*, 2, 1-12.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J. and Sharma, P. (1999), "Defining the family business by behavior", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 23, No. 4, pp. 19-39.
- Claver, E., Rienda, L., & Quer, D. (2008). Family firms' risk perception: Empirical evidence on the internationalization process. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 15(3), 457–471.
- Comino-Jurado, M., Sánchez-Andújar, S., & Parrado-Martínez, P. (2021). Reassessing debt-financing decisions in family firms: Family involvement on the board of directors and generational stage. *Journal of Business Research*, 135, 426-435.
- Covin, T. J. (1994). Perceptions of family-owned firms: the impact of gender and education level. *Journal of Small Business Management*, 32(3), 29.

- Covin, T. J. (1994). Profiling Preference for Employment in Family-Owned Firms. *Family Business Review*, 7(3), 287-296.
- Covin, J. G., & Wales, W. J. (2012). The Measurement of Entrepreneurial Orientation. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 36(4), 677-702.
- Danes, S. M., Lee, J., Stafford, K., & Heck, R. K. Z. (2008). The effects of ethnicity, families and culture on entrepreneurial experience: An extension of sustainable family business theory. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 13, 229-268.
- Davis, J. A., Hampton, M. M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Harvard Business Press.
- De Massis, A., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2008). Factors preventing intra-family succession. *Family Business Review*, 21(2), 183-199.
- Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97: 828-862.
- Diwisch, D., Voithofer, P., & Weiss, C. (2009). Succession and firm growth: Results from a non-parametric matching approach. *Small Business Economics*, 32(1), 45-56.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*. Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston.
- Dyer Jr., W.G., (1986). *Cultural Change in Family Firms: Anticipating and Managing Business and Family Transitions*. Jossey-Bass, San Francisco.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Ex, M., & Slaets, S. (2017). Vlabel Rulings Erf- en schenkbelasting. *Tijdschrift voor Fiscaal Recht*, 524, 537-548.
- Gallo, M. A., Tapiés, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.
- Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K. T., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Handler, W., (1992). Succession experience of the next generation. *Fam. Bus. Rev.* 5 (3), 283-307.
- Handler, W., (1994). Succession in family business: a review of the research. *Fam. Bus. Rev.* 7, 133-174.
- Handler, W, C, (1989). Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*. 2(3). 257-276.
- Haynes, G., Walker, R., Rowe, B., & Hong, G.-S. (1999). The intermingling of business and family finances in family owned businesses. *Family Business Review*, 12(3), 225-239.
- Hugron, P., (1993). *L'Entreprise familiale*, Institute for Research on Public Policy, Presses HEC.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kaye, K. (1996). When the family business is a sickness. *Family Business Review*, 9, 347-368.
- Koropp, C., Grichnik, D., & Gygax, A. F. (2013;2012;). Succession financing in family firms. *Small Business Economics*, 41(2), 315-334.

- Kuppuswamy, V. & Villalonga, B. 2010. Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from the 2008–2009 financial crisis, Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.
- Lansberg, I., (1999). *Succeeding Generations*. Harvard, Boston.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Lester, R. H. (2011). Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses. *Organization Science*, 22: 704–721.
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31–49.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1998). A model of capital structure decision making in small firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 5(3), 246–260
- Miller, D., Steier, L., & Le Breton-Miller, I. (2003). Lost in time: Intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 513–531.
- Miller, E. J., & Rice, A. K, (1967). *Systems of organizations*. London: Tavistock.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4), 53–64.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Molly, V., Uhlaner, L. M., De Massis, A., & Laveren, E. (2019). Family-centered goals, family board representation, and debt financing. *Small Business Economics*, 53(1), 269–286.
- Morris, M., Williams, R., Allen, J., Avila, R., 1997. Correlates of success in family business transitions. *J. Bus. Venturing* 12 (5), 385–401.
- Myers, S.C. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39(3):575–592
- Neubauer, F., and Lank, A.G. 1998. *The Family Business: Its Governance for Sustainability*. London: Macmillan Press.
- Parsons, C., & Titman, S. (2008). Empirical capital structure: A review. *Foundations & Trends in Finance*, 3(1), 1–93.
- Pearson, A. W., Carr, J. C., & Shaw, J. C. (2008). Toward a theory of familiness: A social capital perspective. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 32(6), 949–969.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978) *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285–310.
- Schmid.T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance*, 37, 257–272.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003b). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18, 450-473.
- Sharma, P., & Manikuti, S. (2005). Strategic divestments in family firms: Role of family structure and community culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 293-311.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2003b). Succession planning as planned behavior: Some empirical results. *Family Business Review*, 16(1), 1–15.
- Shepherd, D. A., Wiklund, J., & Haynie, J. M. (2009). Moving forward: Balancing the financial and emotional costs of business failure. *Journal of Business Venturing*, 24, 134-148.

- Sirmon, D., & Hitt, M. A. (2003). Creating wealth in family business through managing resources. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 27(4), 339-358.
- Sitkin, S. B., & Pablo, A. L. (1992). Reconceptualizing the determinants of risk behavior. *Academy of Management Review*, 17(1), 9-38.
- Stavrou, E. T. (2003). Leadership succession in owner-managed firms through the lens of extraversion. *International Small Business Journal*, 21(3), 331-347.
- Zellweger, T. (2017). *Managing the Family Business: Theory and Practice*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Limited.