



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Welke invloed heeft een familiale CEO op de investeringsbeslissingen binnen een familiebedrijf?

Lauren Esseldeurs

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Ine UMANS

BEGELEIDER :

De heer Sander VANDEVENNE



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 handelswetenschappen

Masterthesis

Welke invloed heeft een familiale CEO op de investeringsbeslissingen binnen een familiebedrijf?

Lauren Esseldeurs

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Ine UMANS

BEGELEIDER :

De heer Sander VANDEVENNE

Voorwoord

Deze systematische literatuurstudie bekijkt de invloed van familiale CEOs op investeringen binnen familiebedrijven. Er wordt onderzocht welke elementen belangrijke invloeden hebben op het investeringsproces en hoe verschillende familiale CEOs dit kunnen beïnvloeden.

Ik, Lauren Esseldeurs, studeer Handelswetenschappen met afstudeerrichting Finance aan de universiteit van Hasselt. Doorheen mijn studie ben ik al een aantal keren in contact gekomen met familiebedrijven. Aangezien het onderwerp mij enorm boeit, vond ik het interessant om mijn masterproef te wijden aan dit onderwerp. Bovendien kreeg ik, vanuit mijn opleiding, verschillende opleidingsonderdelen die te maken hadden met familiebedrijven. Hieruit bleek dat een familiebedrijf een unieke werking toepast. Aangezien familiebedrijven de laatste jaren erg populair geworden zijn, wou ik graag verder onderzoek uitvoeren, specifiek over de investeringen. Goede investeringen zijn immers een belangrijke basis voor elk (familie)bedrijf.

Tijdens het schrijven van deze masterproef merkte ik dat er veel minder onderzoeken beschikbaar waren dan gedacht. Dit is te wijten aan het feit dat de meeste studies zich focussen op het verschil tussen familie- en niet-familiebedrijven. In deze literatuurstudie probeer ik mij vooral te focussen op de heterogeniteit binnen familiebedrijven en zullen er ook aanbevelingen gedaan worden voor toekomstig onderzoek.

Doorheen deze masterproef heb ik enorm veel steun gekregen. Ten eerste zou ik mijn promotor, Ine Umans en mijn co-promotor Ayco Vienne willen bedanken. Beide hebben ze mij van begin tot eind steeds ondersteund. Samen met hun ben ik tot dit onderwerp gekomen en hebben we de opbouw van deze systematische literatuurstudie opgesteld. Ik kon steeds rekenen op een zeer goede begeleiding.

Verder zou ik ook graag mijn vrienden en familie bedanken. Hun motiverende woorden hebben geholpen om deze masterproef tot een goed einde te brengen. Bovendien hebben ze mij enkele positieve inzichten bijgebracht.

1. Inleiding

Familiebedrijven, gedefinieerd als bedrijven waarin de familie een aanzienlijk eigendomsbelang en/of managementcontrole behoudt (Anderson & Reeb, 2003), zijn de dominante bedrijfsvorm over de hele wereld (Chrisman, Chua, & Steier, 2003; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). In een willekeurige steekproef van beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven vinden Villalonga en Amit (2010) dat 55% wordt gecontroleerd door een familie. Uit het onderzoek van Barontini en Caprio (2006) kan er geconcludeerd worden dat 53% van de beursgenoteerde bedrijven in Europa gecontroleerd worden door een familie. België en Italië hebben het hoogste percentage, namelijk meer dan 75%. Nederland en Finland hebben het laagste percentage, slechts 35% (Bianco et al., 2013).

Familiebedrijven worden in de literatuur afwisselend beschouwd als een efficiënt instrument (Bertrand en Schoar 2006; Villalonga en Amit 2010). Dat maakt het mogelijk om superieure prestaties te verkrijgen voor alle aandeelhouders. Volgens een eerste reeks theorieën kunnen familiebedrijven een langere tijdshorizon hebben, hierdoor zullen zij minder korte termijn denken vertonen. Bovendien verloopt de overdracht van kennis en het toezicht op het management gemakkelijker binnen familiebedrijven. Tegenstrijdig kunnen familiebedrijven ontstaan als gevolg van culturele waarde, die niet noodzakelijk verband houden met economische efficiëntie. Hierdoor kan er een buitensporig verlangen ontstaan, om de controle binnen de familie te houden waardoor de economische activiteiten afgeremd kunnen worden (Bianco et al., 2012). Het is dus zeer afhankelijk van het uitgangspunt of een familiebedrijf superieure prestaties zal verkrijgen.

Een grote hoeveelheid literatuur binnen familiebedrijven focust zich op de verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven. Er wordt getracht om na te gaan of zij in een aantal opzichten beter of slechter presteren dan niet-familiebedrijven. Er is ook al literatuur beschikbaar rond de verschillen in investeringen tussen familiebedrijf en niet-familiebedrijven. Echter, studies die de heterogeniteit binnen familiebedrijven onderzoeken zijn eerder schaars. Binnen deze beperkte pool van studies, wordt vooral de rol van de familiale CEO over het hoofd gezien.

De prestaties van familiebedrijven hebben een belangrijke invloed op investeringen. Wanneer een familiebedrijf superieure prestaties levert, zullen er meer middelen beschikbaar zijn en kan er dus meer geïnvesteerd worden. Een goed investeringsbeleid heeft positieve gevolgen voor de onderneming. Niet alleen de productiviteit zal positief beïnvloed worden, maar ook innovatie en winstgevendheid worden gestimuleerd.

In tegenstelling tot de meeste beschikbare literatuur over investeringen binnen familiebedrijven, onderzoekt deze masterproef welke invloed de heterogeniteit van familiale CEOs kan hebben op investeringen. Meer specifiek wordt er gekeken naar de effecten van gevoeligheid voor onzekerheid, risico-aversie, innovatie, ... bij investeringsbeslissingen. Om de bevindingen van deze onderzoeksstroom te synthetiseren en de nog overheersende hiaten te identificeren, wordt er een literatuurstudie uitgevoerd naar het eerder werk over investeringen binnen familiebedrijven met de

focus op verschillende familiale CEOs. Er worden 91 relevante studies geïdentificeerd, die vervolgens geanalyseerd en besproken worden waarna conclusies getrokken worden.

Deze studie draagt op minstens drie manieren bij tot de literatuur over investeringen binnen familiebedrijven: ten eerste is deze masterproef de eerste systematische literatuurstudie over de stand van zaken in het onderzoek naar investeringen binnen familiebedrijven, waarbij er gefocust wordt op de invloeden van verschillende (familiale) CEOs. Gezien het onderzoek in dit domein zeer gefragmenteerd is, biedt deze review een synthese van de kennis. Ten tweede integreert dit artikel invloeden van (familiale) CEOs op de investeringsbeslissingen binnen familiebedrijven. Het verband tussen deze twee aspecten kan wetenschappers helpen om een beter inzicht te krijgen in hoe de heterogeniteit van CEOs de investeringsbeslissingen kunnen beïnvloeden. Ten derde biedt deze studie mogelijkheden voor toekomstig onderzoek. De hiaten worden aangehaald en er worden suggesties gegeven voor toekomstig onderzoek.

2. Methodologie

In deze masterproef wordt er gebruik gemaakt van de *Systematic Literature Review*-Methode. Dit is een specifieke methode waarbij bestaande studies worden geïdentificeerd, geselecteerd en geëvalueerd. Het bewijsmateriaal werd op een zodanige manier gerapporteerd dat er op een efficiënte manier conclusies kunnen worden getrokken over wat wel en wat niet bekend is (Denyer & Tranfield, 2009). Om relevant onderzoek over investeringen in familiebedrijven te identificeren werd er een meerstappenproces gevolgd (Tranfield et al., 2003).

Een *systematic review* vertrekt vanuit een onderzoeksvraag, het is belangrijk dat deze duidelijk en concreet is opgesteld. Vervolgens maakt het gebruik van een reproduceerbare zoekstrategie, duidelijke selectiecriteria, een beoordeling van de studiekwaliteit, een systematische analyse en tenslotte zal er een conclusie gevormd worden (University, C. S. 2021).

Er is gebruik gemaakt van Web of Science als primair gegevensplatform. Hierin is er een bibliografische database search uitgevoerd met een grote dekking van verschillende onderzoeksgebieden. De focus ligt op Social Sciences Citation Index (SSCI) artikelen, een multidisciplinaire citatie-index, die meer dan 3000 academische tijdschriften in 58 disciplines van de sociale wetenschappen omzet (Library, X., 2021). Om relevante studies te identificeren, werd er gezocht naar een combinatie van familiebedrijven, investeringen en verschillende termen van CEOs. De volgende zoektermen worden gebruikt in de titel of abstract: ("family firm*" OR "family company*" OR "family enterprise*" OR "family business*" OR "family SME") AND ("invest*" OR "investment*" OR "investing") AND ("CEO*" OR "founder"). Deze zoekactie werd uitgevoerd in december 2021 en omvat onderzoeksartikelen die tot die datum beschikbaar waren. In totaal leverden deze trefwoorden 128 papers op.

Bij het verdere zoek- en selectieproces worden er vier stappen gehanteerd (Tranfield et al., 2003).

Stap 1: Zoeken en elimineren van duplicaten: Voor de eerste stap is er een protocol opgesteld (tabel 1). De trefwoorden werden zowel in de titels als in het abstract van de review artikelen gezocht. Aangezien er gezocht wordt in één database zullen er geen duplicaten voorkomen.

Stap 2: Titel- en abstract analyse: Van de gevonden papers in stap één werden zowel de titel als het abstract volledig doorgenomen. Vanwege het brede zoekalgoritme dat de zoekterm "invest*" bevatte, werden ook papers opgenomen die de term "investigation" omschreven. Hierdoor werden er nog enkele papers geëlimineerd. Aan de hand van deze selectie, blijven er nog 98 papers over.

Stap 3: Beoordeling van de volledige tekst: In deze stap werden de 98 papers volledig gelezen. Artikelen werden als relevant beschouwd als ze expliciet investeringen in familiebedrijven behandelen in het hoofdgedeelte van hun artikel en er dus effectief onderzoek naar gedaan is. Artikelen die alleen maar verwezen naar investeringen werden als irrelevant beschouwd. In de loop van dit proces werden er 16 papers uitgesloten. Meer bepaald werden er zeven papers geëlimineerd die gingen over

de compensatie van CEOs, drie artikels die niet focusten op de context van familiebedrijven, en zes artikels met een focus op de werkomstandigheden in familiebedrijven. Na deze stap blijven er nog 82 artikelen over.

Stap 4: *Handmatig zoeken*: Om alle relevante artikels mee te hebben, werd deze voorlopige database met de "ancestry approach" uitgebreid. Hierbij wordt er gekeken naar de citaties van de geïdentificeerde studies (Fries & Leitterstof, 2021). Er werden negen extra papers opgenomen in de literatuurlijst. In totaal werden er 91 papers gebruikt als basis voor dit onderzoek. In tabel 2 kan er een samenvatting gevonden worden van de *systematic literature review* procedure.

Tabel 1: Onderzoeksprotocol

Onderzoeksprotocol	Detail/Beschrijving
Onderzoek databases	Web of Science
Taal	Engelstalige papers
Datumbereik	1956 - 2021
Zoekveld	Titel en abstract
Zoektermen	("family firm*" OR "family ompany*" OR "family enterprise*" OR "family business*" OR "family SME") AND ("invest*" OR "investment*" OR "investing") AND ("CEO*" OR "founder")

Tabel 2: Systematic literature review procedure

Stap	Beschrijving	Aantal papers
1	Zoeken van artikels met de zoektermen	128
	Elimineren van duplicaten	128
2	Titel- en abstractanalyse	98
3	Volledige tekst lezen	82
4	Handmatig zoeken	9
	Totaal	91

Aangezien de volgende kernwoorden vaak voorkomen in de theorie, worden de 91 artikels in een volgende stap volgens belangrijke aspecten gecategoriseerd: type CEO; opvolgende generaties CEO; type investeringen; R&D; innovatie; efficiëntie van investeringen; onzekerheid; onomkeerbaarheid van kapitaal; desinvesteringen; agency problemen; onderzoeksvragen; bevindingen; methodologische aanpak; steekproef; geografische focus; toegepaste definitie van familiebedrijven; toegepaste definitie van CEO.

3. Beschrijvende resultaten

De 91 geïdentificeerde studies werden gepubliceerd tussen 2007 en 2021. In 2007 werd de eerste studie binnen dit onderzoeksgebied gepubliceerd. Voor 2015 werden er slechts 8 studies gepubliceerd. Het snel groeiende aantal publicaties van 2015 tot op heden weerspiegelt de toenemende interesse in dit onderzoeksdomein. De drie meest voorkomende journals zijn: (1) *The journal of risk finance* (7); (2) *Journal of banking & finance* (5); (3) *Small business economics* (4). Bovendien is het onderzoek naar investeringen in familiebedrijven zeer gefragmenteerd en nog lang geen volgroeid studiegebied.

De geïdentificeerde studies zijn allemaal *Social Sciences Citation Index (SSCI)* artikelen. Wetenschappers in deze onderzoeksstromen passen verschillende methoden en benaderingen toe. Een groot deel van de studies zijn gebaseerd op kwantitatieve benaderingen, er werd voornamelijk gebruik gemaakt van paneldata en enquêtes. De steekproefomvang in de studies varieert enorm. Er wordt gewerkt met enkelvoudige casestudies in een bepaald land maar ook met wereldwijde studies van meer dan 1000 bedrijven. Uit het onderzoek blijkt dat het grootste deel van de studies gebaseerd is op Europese gegevens, met in het bijzonder Italiaanse familiebedrijven (9) (vb.: Daniele Amore et al, 2011). In de andere studies (5) worden gegevens gebruikt uit China, gevolgd door Japan (3).

Als er gekeken wordt naar verschillende theorieën, zijn de *agency theory*, gevolgd door de *stewardship theory* en de *socio-emotional wealth* de dominante theoretische benaderingen. Bij de *agency theory* gaat het in het algemeen over de uiteenlopende doelstellingen en informatie-asymmetrie tussen de betrokken personen (Jensen & Meckling, 1976). Deze theorie kan een belangrijke invloed hebben op investeringen. Er kan worden gesteld dat managers eerder de voorkeur geven aan minder risicovolle investeringen, dan aandeelhouders. Verder zullen er ook verschillen zijn in de tijdshorizon. Managers werken vaak voor een kortere tijd in een bedrijf, waardoor ze de voorkeur geven aan investeringen met een hoog rendement op korte termijn, zonder rekening te houden met de gevolgen op lange termijn (Janssen, A., 2019). De *stewardship theory* stelt dat managers van bedrijven niet noodzakelijk opportunistisch en egoïstisch zijn, maar vaak intrinsiek gemotiveerd zijn om verschillende stakeholders te dienen (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). Hierbij wordt ervan uitgegaan dat de collectieve doelen van de organisatie een hoger nut hebben voor de manager dan zijn eigenbelang. Het achterliggende idee is dat de lange termijn doelen van de manager en aandeelhouders congruent zijn. Dit heeft dus belangrijke gevolgen voor de investeringen, aangezien er een lange termijn doelstelling is (Corbey, M. 2010). Als laatste verwijst *socio-emotional wealth* naar het niet-economische nut dat een familie ontleent aan haar eigendomspositie in een bedrijf en omvat de aspecten zoals de persoonlijke reputatie van familieleden (Gómez-Mejía et al., 2007). De laatste theorie heeft een belangrijke invloed op investeringen. Managers gaan niet enkel kijken naar het financiële aspect, waardoor beslissingen omtrent investeringen op een andere manier genomen worden.

4. Resultaten

4.1. Familiebedrijven

Een populaire uitdrukking parafraseert dat familiebedrijven hetzelfde zijn als andere bedrijven, maar anders. Hoewel er geen universele definitie van familiebedrijven bestaat, verwijst de definitie in het algemeen naar eigendoms-, management-, of opvolging gerelateerde kwesties (Miller et al., 2007). Carsrud (1994) definieert een familiebedrijf als een bedrijf waarin eigendom en beleidsvorming worden gedomineerd door leden van een "emotionele verwantschapsgroep". Terwijl de Global Family Business Index een familiebedrijf als volgt definieert: 'Een particulier bedrijf wordt geclassificeerd als een familiebedrijf indien een familie meer dan 50% van de stemrechten controleert' (García-Sánchez et al., 2018).

Het wordt meteen duidelijk dat het definiëren van een familiebedrijf één van de meest besproken kwesties is met betrekking tot het familiebedrijf domein. Zoals eerder aangehaald, is er tot op heden geen consensus over een enkele definitie. Maar er kan worden gesteld dat de literatuur in het algemeen twee hoofdbenaderingen suggereert, namelijk de essentie- en de componentenbenadering. De essentiebenadering richt zich op de gedragingen, relaties en middelen die familieleden in het bedrijf investeren, terwijl de componentenbenadering enkele minimumniveaus van familie-invloed door eigendom en controle vaststelt. Het meeste onderzoek gaat uit van de tweede benadering, de operationele of componentenbenadering (Ferramosca S., Ghio A., 2018)

Ondanks het ontbreken van een eenduidige definitie, bezitten familiebedrijven enkele unieke kenmerken en middelen die hen onderscheiden van niet-familiebedrijven waardoor zij concurrentievoordelen hebben (García-Sánchez et al., 2018). Familiebedrijven communiceren vaak over hun familie bedrijfsidentiteit en projecteren zo hun bedrijfsimago. Hierdoor proberen ze een sterke familie bedrijfsreputatie te creëren in de hoofden van verschillende belangrijke stakeholders (Beck & Prügl, 2018).

Als er verder wordt gekeken naar de literatuur is het duidelijk dat niet elk onderzoek tot deze statering komt. Andere onderzoekers komen tot de conclusie dat er ook negatieve aspecten verbonden zijn aan familiebedrijven. Zo kan een familiecultuur er bijvoorbeeld voor zorgen dat ze minder economisch efficiënt zijn. Als het familiebedrijf in de familie gehouden wil worden, zullen ze enkel werknemers zoeken binnen de familie. Hierdoor worden externe werknemers, die vaak beschikken over betere kwaliteiten, niet in acht genomen (Bianco, 2012). Doordat er zowel voor- en nadelen verbonden zijn aan familiebedrijven, zal dit ook een rechtstreeks en onrechtstreeks effect hebben op de investeringsbeslissingen binnen familiebedrijven. Wanneer een familiebedrijf superieure prestaties levert, zullen er meer middelen beschikbaar zijn en kan er dus meer geïnvesteerd worden. Een goed investeringsbeleid heeft positieve gevolgen voor de onderneming. Niet alleen de productiviteit zal positief beïnvloed worden, maar ook innovatie en winstgevendheid worden gestimuleerd.

4.2. Investeren in familiebedrijven

De literatuurstudie onderzoekt de investeringen binnen familiebedrijven met een focus op de heterogeniteit van familiale CEO's. Na het analyseren van de literatuur kan er een onderscheid gemaakt worden tussen meerdere factoren die investeringen beïnvloeden in familiebedrijven. Een eerste belangrijke factor is de onzekerheid binnen familiebedrijven, door onomkeerbaarheid van kapitaal. Risico-aversie en een langere tijdshorizon spelen ook een belangrijke rol. Vervolgens wordt er gekeken naar de socioemotional wealth theorie, innovatie en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Als laatste wordt er verder ingegaan op de persoonlijkheidskenmerken van familiale CEOs.

4.2.1. Onzekerheid

Bianco (2012) toont aan in zijn onderzoek dat er een grotere gevoeligheid voor onzekerheid is bij investeringsbeslissingen van familiebedrijven. Het is belangrijk dat er gekeken wordt naar de onderliggende oorzaak: onomkeerbaarheid van kapitaal. In de meeste modellen wordt ervan uitgegaan dat investeringen omkeerbaar zijn. Dit geldt ook voor de *net present value* formule die aan studenten in het bedrijfsleven wordt aangeleerd: investeer in een project wanneer de constante waarde van de verwachte kasstromen minstens even groot is als de kosten. Maar deze regel is niet juist wanneer investeringen onomkeerbaar zijn. Onomkeerbaarheid komt voor wanneer investeringen specifiek zijn aan een bepaalde sector of bedrijf. Hierdoor moeten de uitgaven gezien worden als verzonken kosten (Pindyck, 1990). De onomkeerbaarheid van investeringen bij familiebedrijven kan verklaard worden doordat familiebedrijven een lagere waarde aan kapitaalgoederen op tweedehandsmarkten kopen, 74% in vergelijking met 79,2% bij niet-familiebedrijven. Bovendien vertegenwoordigen gebouwen, investeringen die niet-omkeerbaar zijn, een groter aandeel bij familiebedrijven (Bianco, 2012).

Maar uit de resultaten blijkt dat de negatieve relatie tussen investeringen en onzekerheid voortkomt uit een ruimer concept van onomkeerbaarheid. Namelijk door rekening te houden met de informatie op de secundaire markten. Dit houdt verband met de ondoorzichtigheid van familiebedrijven; er is minder informatie beschikbaar over de werkelijke waarde. Waardoor investeringen verzonken raken. Dit is de belangrijkste reden van onzekerheid binnen familiebedrijven en heeft dus een grote invloed op de investeringsefficiëntie. Gao et al. (2017) toont met zijn onderzoek aan dat het hebben van een familiale CEO deze negatieve effecten kan verzachten. Dit is ook het geval wanneer het zeggenschap van de familie minder gescheiden is van de familie-eigendom. Wel is het belangrijk om op te merken dat een familiebedrijf geleid door een familiale CEO minder goed presteert dan een bedrijf geleid door een niet-familiale CEO. Deze ondermaatse prestatie is toe te schrijven aan het gebrek van managementkennis bij familieleden.

Het is opmerkelijk dat de onomkeerbaarheid in gebieden waar het vertrouwen geringer is of de handhaving slechter is, versterkt wordt. Het is moeilijker om in landen met een eerder laag vertrouwen, de kapitaalvoorraad van de ondernemingen te evalueren. Hierdoor zullen de investeringen dus meer verzonken zijn. Dit leidt tot een grotere voorzichtigheid in het investeringsproces (Bianco et al., 2009).

Naast de onomkeerbaarheid van investeringen, speelt het onderzoek van Chen et al. (2008) ook een belangrijke rol als we kijken naar de onzekerheid binnen familiebedrijven. Zij onderzoeken namelijk de vrijwillige openbaarmakingspraktijken van familiebedrijven. Zoals eerder aangehaald hebben familiebedrijven een lange investeringshorizon, kunnen ze een beter toezicht houden op het management en is er minder sprake van informatieasymmetrie tussen eigenaren en managers door de actieve betrokkenheid. Dit is consistent met het gegeven dat familiebedrijven minder winstvoorspellingen en conference calls delen. Het is belangrijk om op te merken dat familiebedrijven wel meer winstwaarschuwingen meedelen in vergelijking met niet-familiebedrijven. Dit hangt samen met het feit dat familiebedrijven zich meer zorgen maken over reputatie kosten. Bovenstaande argumenten geven dus aan dat familie-eigenaars er voor kiezen om vrijwillig minder informatie openbaar bekend te maken (Chen et al., 2008). Bovendien stelt Anderson et al. (2009) vast dat bedrijven met oprichters en erfgenamen ondoorzichtiger zijn. Een verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de oprichters het bedrijf willen doorgeven aan de erfgenamen zonder inmenging van externe personen.

In tegenstelling tot bovenstaande conclusie geven geconcentreerde en meestal ongediversifieerde aandelenbelangen van oprichtende familie-eigenaars de voorkeur aan meer vrijwillige informatieverstrekking dan andere eigenaren. Want deze geconcentreerde aandeelhouders gaan zowel de voordelen als de kosten van niet-informatieverstrekking eerder internaliseren. Bovendien tonen Skinner (1994), Field, Lowry, en Shu (2005) aan dat bedrijven vrijwillig slecht nieuws naar buiten brengen om (dure) rechtszaken te vermijden en op die manier reputatieschade proberen te vermijden (CHEN et al., 2008). Het is dus duidelijk dat de unieke kenmerken van familie-eigenaars er voor zorgen dat ze een andere voorkeur hebben voor vrijwillige informatieverstrekking in vergelijking met andere eigenaars. Door het gebruik van prognoses van het management als maatstaf voor vrijwillige openbaarmaking, kan er geconcludeerd worden dat familiebedrijven de neiging hebben om minder openbaar te maken.

Zoals bovenstaand is aangetoond spelen onomkeerbaarheid van kapitaal en informatie op de secundaire markt een belangrijke rol als het gaat over onzekerheid bij investeringsbeslissingen. De verschillende soorten CEOs binnen een familiebedrijf kunnen deze onzekerheid versterken of net positief beïnvloeden. Het is opmerkelijk dat wanneer de persoon de oprichter is, onzekerheid een sterker effect heeft op de investeringsplannen. De hogere onzekerheid wordt ingegeven door de wens om de controle over het bedrijf binnen de familie te houden. Bovendien investeren eigenaars van familiebedrijven in het algemeen een groot deel van hun vermogen. Hierdoor zullen de familiale eigenaars gevoeliger zijn voor onzekerheid aangezien hun vermogen vaak niet gediversifieerd is. Er is een veel groter risico om een deel van hun vermogen kwijt te spelen bij een slechte investering (Bianco, 2012).

4.2.2. Risico-aversie en lange investeringshorizon

Naast onzekerheid, en dus onomkeerbaarheid van kapitaal, wordt er in deze paper ook gekeken op welke manier risicoaversie en een langere investeringshorizon het investeringsproces bij familiebedrijven beïnvloed. In familiebedrijven is er een nauwe relatie tussen de familie en het bedrijf, hierdoor ontstaat er een sterke emotionele band. Het is dan ook niet meer dan normaal dat het doel van de familie is om het familiebedrijf in leven en handen te houden van de familie (Hiebl, 2012).

Hieruit kan worden geconcludeerd dat familiebedrijven een hogere mate van risico-aversie hebben, want een hoger risico kan het doel van bedrijfsopvolging en overlevingskansen in gevaar brengen. Bovendien investeren eigenaars van familiebedrijven vaak een groot deel van hun privévermogen, waardoor de afkeer naar risicovolle investeringen vergroot (Bianco et al., 2012). Dit hangt samen met de veronderstelling dat familiebedrijven vaak een geconcentreerd belang hebben in één bedrijf, met het gevolg dat er een sterk en direct verband met bedrijfsspecifieke risico's is. Familiebedrijven hebben dus sterkere prikkels om bedrijfsrisico's te beperken in vergelijking met andere bedrijven die een grotere diversiteit hebben. Hierdoor zullen risicovolle investeringen beperkt worden, dit is consistent met de risicoaversie hypothese (Anderson et al., 2012).

Een tweede en tegengestelde argumentatielijn met betrekking tot het al dan niet nemen van risico, gaat over de lange termijn oriëntatie van familiebedrijven. Familiebedrijven kunnen lange termijn innovatie en creatieve strategieën nastreven die voor niet-familiebedrijven, die op korte termijn resultaat moeten leveren, een te groot risico vormen. Hieruit zou er geconcludeerd kunnen worden dat familiebedrijven beschouwd kunnen worden als minder afkerig van risico's op lange termijn (Hiebl, 2012).

Schein (1995) komt tot de constatering dat familiale CEOs eerder de neiging hebben om meer vooruitziend te zijn. Dit stemt overeen met hun lange termijn oriëntatie en lange looptijden, aangezien zij hun eigen identiteit opbouwen via hun familiebedrijf. Het is opmerkelijk dat het vooruitziend zijn versterkt wordt wanneer er een familie CEO is met een volgende generatie. Dit heeft natuurlijk ook gevolgen voor de investeringshorizon, zo kunnen familiale CEOs zich verbinden aan projecten die verscheidene nodig hebben alvorens ze voordelig worden voor de bedrijfsprestatie. Aangezien een niet-familiale CEO eerder een kortere looptijd heeft, zullen zij hun vooral focussen op kortetermijn prestaties.

Het is duidelijk dat er in de literatuuranalyse zeer veel tegenstrijdigheden gevonden worden, bepaalde onderzoeken vinden dat familiebedrijven meer risico-avers zijn, terwijl andere studies aantonen dat ze net meer risico nemen. Hiebl (2012) komt tot de conclusie in hun literatuurstudie dat risico-aversie bij familiebedrijven beïnvloed wordt door zes factoren.

Als eerste wordt er gekeken naar de betrokkenheid van familie. Door het betrekken van meer generaties binnen het familiebedrijf kan het veiligstellen van bedrijfsopvolging bevorderd worden, waardoor risicomijdend gedrag kan worden aangemoedigd. Maar het betrekken van jongere generaties kan ook frisse, meer innovatieve en dus meer risicovolle ideeën met zich meebrengen

(Zahra, 2005). Een meer consistent beeld krijgen we als er gekeken worden naar de bevindingen van de studies over de integratie van familieleden in het topmanagementteam, een tweede factor die bijdraagt aan de risicoaversie. De aanwezigheid van niet-familiale managers lijkt een negatieve invloed te hebben op de risicoaversie. Dit komt omdat zij externe ervaring en meer risicobereidheid meebrengen naar het familiebedrijf (Stanley, 2010).

Als derde, wordt de concurrentieomgeving bekeken. Er wordt gevonden dat in een omgeving waar veel onzekerheid is, de risico-aversie vergroot. Terwijl wanneer familiebedrijven in een zeer vijandige omgeving opereren en gericht zijn op groei binnen het familiebedrijf, zullen ze meer risico nemen (Hiebl, 2012). Naast de concurrentieanalyse hebben ook psychologische factoren, een vierde effect, zoals doelstellingen en gedraging van familieleden een impact op de risicoaversie. Gómez-Mejía et al. (2007) en González et al. (2012) stellen dat familiebedrijven alleen risicomijdend zijn zolang er geen bedreiging bestaat voor de controle van het familiebedrijf. Een vijfde factor is de persoonlijke levenssfeer van de familieleden. Als zij meer geïnteresseerd zijn in hun persoonlijke welzijn en dus afhankelijk zijn van de dividenduitkeringen, kunnen zij aansturen om minder risico te nemen zodat de reguliere dividenduitkeringen niet in gevaar komen (Le Breton-Miller et al., 2011). Aanvullend op voorgaand onderzoek toont Fletcher (2010) aan dat de privé levensstijl van de eigenaars ook in acht genomen moet worden. Als zij rekening houden met de succesvolle ontwikkeling van het familiebedrijf op lange termijn, dan zal het bedrijf streven naar meer (risicovolle) innovatieve investeringen. Dit hangt samen met de volgende factor namelijk de persoonlijke kenmerken van het familielid dat de leiding heeft over het bedrijf. Zo zullen een hogere leeftijd en een hogere anciënniteit tot hogere risicoaversie leiden.

Als laatste wordt er gekeken naar de bedrijfskenmerken, die opnieuw enkele tegenstrijdige resultaten leveren. Verschillende studies vinden dat grotere familiebedrijven geneigd zijn om meer risico te nemen. Terwijl vinden Welsh en Zellweger (2010) dat grotere bedrijven net minder risico nemen. De resultaten met betrekking tot eigendomsconcentratie zijn eveneens tegenstrijdig. Zo tonen Bianco et al. (2012) aan dat een grote individuele aandeelhouder risicomijdend gedrag bevordert. Aanvullend stelt Nguyen (2011) dat een hoge mate van eigendomsconcentratie het nemen van risico's stimuleert.

Bijkomend spelen geslacht en ambiguïteit een belangrijke rol als er gekeken wordt naar de oorzaken van risico-aversie binnen familiebedrijven. De studie van Niederle en Vesterlund (2007) vindt dat mannen inherent competitiever en overmoediger zijn dan vrouwen. Hierdoor zullen mannelijke CEOs binnen een familiebedrijf eerder geneigd zijn om risico te nemen (Charness & Gneezy, 2012). Belangrijk om op te merken is dat Schubert et al. (2000) vinden dat er geen verschillen in risico-aversie tussen mannen en vrouwen is wanneer investeringsbeslissingen worden genomen in een veilige omgeving met bekende waarschijnlijkheden voor riskante uitbetalingen. Hun experiment concludeert echter dat ambiguïteit risico beïnvloedt.

Het merendeel van de studies bevestigen de hogere risicoaversie van familiebedrijven, maar bepaalde studies roepen twijfels op aan deze relatie. Bovendien zijn sommige bevindingen over de beïnvloedende factoren tegenstrijdig (Hiebl, 2012).

4.2.3. Socioemotional wealth theorie

In familiebedrijven kenmerkt zich een bepaalde theorie, namelijk de Socioemotional Wealth theorie (SEW) (Zhong et al., 2021). Dit verwijst naar niet-financiële aspecten van het bedrijf die voldoen aan de affectieve behoeften van de familie, zoals identiteit, en de mogelijkheid om invloed uit te oefenen op de familie. Deze theorie kan een belangrijke invloed hebben op het investeringgedrag in familiebedrijven. Innovatieve investeringen zijn typisch mens- en financieel intensieve investeringen (Schmid et al., 2014). Over het algemeen kan er gezegd worden dat er een gebrek aan professionele personen en financiële middelen is binnen familiebedrijven.

Hierdoor zullen familiebedrijven beroep moeten doen op externe personen om voldoende kennis aanwezig te hebben binnen het bedrijf. Bijkomende financiële middelen zullen ook vanuit een extern perspectief moeten komen. De controlerende familie zal op deze manier de controle verliezen over het technologische proces en de ontwikkelingsrichting van het bedrijf. Dit kan een ernstige bedreiging vormen voor het behoud van sociaal-emotionele rijkdommen. Uitgaand van de SEW theorie kan er dus geconcludeerd worden dat familiebedrijven zich actief onthouden van dit soort investeringen (Zhong et al., 2021).

Duran et al. (2016) constateren in hun onderzoek dat familiebedrijven niet homogeen zijn in het behouden van sociaal-emotionele rijkdom. Als eerste wordt er gekeken naar de oprichters. Oprichters hechten het meeste belang aan de socio-emotionele rijkdom, omdat zij veel tijd, energie, kapitaal en moeite hebben geïnvesteerd in het oprichtingsproces- en ontwikkelingsproces (Mullins, 2018). Hierdoor hebben zij een sterkere emotionele band, gevoel van verbondenheid en identiteit opgebouwd. De oprichters zullen de directe invloed, dat ze krijgen door de CEO-positie, gebruiken om de strategische agenda van het familiebedrijf te formuleren (Zhong et al., 2021).

Als de leiding van familiebedrijven overgedragen wordt naar een volgende generatie, wordt er vastgesteld dat zij meer belang hechten aan economische doelen zoals dividenden en persoonlijke belangen. Hierdoor besteden ze minder aandacht aan familie doelen, zoals sociaal-emotioneel vermogensbehoud. De nakomelingen zullen zich dus minder onthouden van innovatieve investeringen. Vervolgens wordt er gekeken naar de invloed op investeringen als professionele managers de leiding van familiebedrijven overnemen. Door het gebrek aan banden tussen professionele managers en de controlerende familie, zijn zij mogelijk niet op de hoogte van de prioriteiten en waarden van het bedrijf (Brune et al., 2019; Stewart en Hitt, 2012). Professionele managers zullen zich eerder richten op het maximaliseren van de financiële waarde van de aandeelhouder, om zo hun goede reputatie op de managers markt te behouden. Dus ook deze leidinggevendenden zullen minder snel afzien van innovatieve investeringen (Zhong et al., 2021).

4.2.4. Innovatie

Familiebedrijven worden vaak gezien als een belangrijke maar conservatieve organisatievorm die eerder terughoudend is om innovatieve investeringen te doen. Maar uit ander onderzoek blijkt dat familiebedrijven nog steeds één van de meeste innovatieve bedrijven te zijn. Onder invloed van concurrentiedruk, globalisering en technologische veranderingen, moeten familiebedrijven toenemende innovatiegerichte strategische doelen nastreven om concurrentieel te blijven op de markt. Door de grotere onzekerheid en risico-aversie zijn familiebedrijven over het algemeen terughoudender in het zoeken naar nieuwe kansen en bij het aangaan van innovatie. Duran et al, (2016) stellen vast dat familiebedrijven, waarbij er een hoge mate van controle is door de familie in de concentratie van de rijkdom, minder investeringen in innovatie zijn. Het is opmerkelijk dat zij een hogere omzettingssnelheid van innovatie input en output hebben waardoor er uiteindelijk een hogere innovatie-output is dan bij niet familiebedrijven.

De lagere innovatie-input bij familiebedrijven heeft twee grote oorzaken. Als eerste is de eigendom van de eigenaars geconcentreerd in één of enkele bedrijven. Hierdoor zijn ze gevoelig aan de onzekerheid van bepaalde investeringen. Ze zullen dus eerder kiezen voor investeringen met een bepaalde zekerheid, innovatieve investeringen zijn eerder onzekere investeringen. Ten tweede worden innovatieve investeringen vaak beperkt door de sociaal-emotionele vermogens van de eigenaars, hierdoor zijn er minder financiële middelen beschikbaar. Familiebedrijven zijn vaak niet bereid om hun schuldenlast te verhogen of geld op te halen op de aandelenmarkt. De onderliggende reden is dat eigenaars van familiebedrijven eerder terughoudend zijn om de controle over het bedrijf uit handen te geven aan externe eigenaars (Gómez-Mejía et al., 2007).

Deze constatering wordt versterkt wanneer de CEO van het familiebedrijf een latere generatie familielid is. Met andere woorden, wanneer de CEO van het familiebedrijf echter de oprichter van het bedrijf is, is de innovatie-input hoger en, in tegenstelling tot onze vorige verwachtingen, is de innovatie-output lager dan in de andere bedrijven. Bovendien stellen Wen Helena et al (2021) vast wanneer het familie niche model van geboortevolgorde wordt gecombineerd met het sociaal-emotionele welvaartsperspectief, dat later geboren eigenaars van familiebedrijven geneigd zijn risico's te nemen meer te investeren in innovatie in vergelijking met hun vroeger geboren tegenhangers.

4.2.5. Maatschappelijk verantwoord ondernemen

De laatste jaren is er een toenemende belangstelling geweest naar het concept van maatschappelijk verantwoord ondernemen. Meer specifiek wordt het gedefinieerd als organisatorische acties en beleidsmaatregelen die rekening houden met de verwachtingen van de stakeholders en de triple bottom line van economische, sociale en milieuprestaties. Bovendien is het belangrijk dat deze acties contextspecifiek zijn (Aguinis, 2011).

Zoals eerder aangehaald geven familiebedrijven prioriteit aan het behoud van sociaal-emotionele rijkdom. Hierdoor hechten ze veel waarde aan het opbouwen van sociale legitimiteit, om deze reden

zullen familiebedrijven dus meer gemotiveerd zijn om te investeren in MVO-activiteiten omdat het de reputatie van bedrijven opbouwt (Zhong et al., 2021).

Cui et al (2018) onderzoeken aan de hand van de behavioral agency theory in welke mate een familiale CEO invloed heeft op MVO-investeringen. De resultaten suggereren dat er een hoger aantal investeringen zijn in MVO als de CEO een familielid is. In een bijkomend onderzoek van Meier en Schier (2021) wordt de heterogeniteit van familiebedrijven onderzocht. Hun hoofdargument is dat verschillende CEOs verschillende niet-economische prioriteiten impliceren. Hierdoor zullen ze dus ook andere beslissingen nemen op vlak van maatschappelijk verantwoord ondernemen.

Ten eerste werd er bewijs gevonden dat familiebedrijven met familiale CEOs sterk en positief geassocieerd zijn met zowel externe als interne stakeholders. De bevindingen zijn consistent met de opvattingen van Cui et al (2018) dat familiebedrijven geneigd zijn om in MVO te investeren om hun reputatie en imago binnen de bredere maatschappij te verbeteren. De resultaten worden sterk beïnvloed door de leeftijd van de CEO, wat suggereert dat familiale CEOs meer neigen naar een geleidelijke afbouw van hun MVO-investeringen. Dit kan erop wijzen dat zij de externe perceptie van het bedrijf moeten normaliseren. Hierdoor kunnen zij een signaal afgeven dat de aanvankelijke oriëntatie van het bedrijf op niet-economische familie prioriteiten verenigbaar is met de doelstellingen van maximalisatie van aandeelhouderswaarde.

4.2.6. Persoonlijkheidskenmerken

Het is belangrijk om inzicht te hebben in iemands persoonlijkheid, een uniek patroon van eigenschappen, als we het voorkeursgedrag van een bepaalde individu in een bepaalde situatie willen voorspellen. Kelleci et al. (2019) onderzoeken dit aan de hand van het Occupational Personality Questionnaire model. Dit is een robuuste, allesomvattende manier om het voorkeursgedrag op het vlak van werk te begrijpen en te voorspellen. Bovendien kan het ook helpen om verschillende types CEOs te onderscheiden.

Als eerste wordt er gekeken naar 'relaties met mensen', dit weerspiegelt hoe een individu zich verhoudt tot anderen. Het is opmerkelijk dat familiale CEOs een sterke voorkeur hebben voor controle (d.w.z., de mate waarin een persoon graag de leiding neemt). Ze willen de beslissingsbevoegdheid graag in eigen handen houden. Deze opvatting stemt opnieuw overeen met de grotere onzekerheid bij familiale CEOs, aangezien ze graag de controle willen behouden. Niet-familiale CEOs implementeren een eerder participatieve leiderschapsstijl, hierdoor wordt hun persoonlijkheid als democratischer gekenmerkt.

Het tweede gebied, denkstijlen, geeft weer hoe een individu denkt. Vroegere studies laten het toe om te voorspellen dat familiale CEOs eerder intuïtief en holistisch denken. Zij zijn eerder gericht op het totaalbeeld en de bredere patronen. Dit stemt opnieuw overeen dat familiebedrijven met een familiale CEO meer rekening houden met hun socio-emotional wealth, waardoor ze niet enkel kijken naar de financiële prestaties. Hierdoor wordt het gedrag van familiale CEOs dus gedreven door niet-

financiële aspecten die tegemoetkomen aan de affectieve behoeften van de familie. Het is duidelijk dat niet-familiale CEOs voornamelijk zullen handelen vanuit een economisch, financiële logica, dit beïnvloed opnieuw de keuze die gemaakt worden voor de investeringen (Miller et al., 2014)

Als laatste wordt er gekeken naar de gevoelens en emoties, dit geeft aan hoe een individu zich emotioneel verhoudt tot een situatie. De persoonlijkheid van familiale CEOs wordt gekarakteriseerd als minder ontspannen en meer bezorgd, aangezien zij financieel, psychologisch en sociaal-emotioneel diep geïnvesteerd zijn in hun bedrijven. Hierdoor zullen zij ook minder risico nemen dan niet familiale-CEOs die zich in het algemeen minder zorgen maken over dingen die kunnen misgaan (Miller et al., 2014).

5. Toekomstig onderzoek

In het onderzoek naar investeringen binnen familiebedrijven wordt er grotendeels gekeken naar de verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven. Algemeen zien onderzoekers binnen dit vakgebied de verschillen tussen familiebedrijven, en specifiekere familiale CEOs over het hoofd. Om dit onderzoek te bevorderen is het nuttig om de huidige onderzoeken samen te vatten met bijkomende informatie over familiale CEOs. Het debat kan vooruit geholpen worden door enkele onderzoek pistes aan te reiken die gebaseerd zijn op de verschillen tussen familiale CEOs. Nieuwe inzichten zouden een andere kijk kunnen geven op de investeringen binnen familiebedrijven, aangezien er nu belangrijke zaken verwaarloosd worden.

Dit onderwerp biedt dus nog heel wat verschillende kwesties aan die tot nu toe niet uitvoerig en grondig zijn bestudeerd. Door het huidige onderzoek te analyseren en bespreken, werd vastgesteld dat er geen eenduidige theorie bestaat die alle invloeden op investeringen binnen familiebedrijven aanpakt. Zo wordt in sommige artikelen aandacht besteed aan onzekerheid als negatieve factor, terwijl andere dit als een positieve factor zien.

Deze verschillen en hiaten in het onderzoek creëren belangrijke mogelijkheden voor toekomstig onderzoek, die hierna worden geïdentificeerd en besproken. De bevindingen in deze literatuurstudie suggereren enkele veelbelovende manieren om deze hiaten aan te pakken. Door rekening te houden met verschillende types CEOs (aantal aandelen, persoonlijkheidskenmerken, externe banden met topmanagers, ...), kan er een beter inzicht verkregen worden in de heterogeniteit tussen familiale CEOs. Voor elke hiaat wordt er gekeken naar hoe het algemene onderzoek uitgebreid kan worden door gebruik te maken van de onderscheidende factoren.

Suggestie 1: Persoonlijkheidskenmerken van familiale CEOs

Zoals eerder aangehaald, wordt er in de huidige onderzoeken vooral gefocust op de verschillen tussen familiale en niet-familiale CEOs. Doordat er zeer sporadisch onderzoek gedaan wordt naar de verschillen tussen familiale CEOs is dit de belangrijkste suggestie voor toekomstig onderzoek. De heterogeniteit van familiale CEOs kan een zeer belangrijke invloed hebben op de investeringsbeslissingen. Het is belangrijk om te kijken naar de persoonlijkheidskenmerken. Hierdoor kunnen familiale CEOs onderscheiden worden van elkaar en kan er gekeken worden naar de invloed op investeringsbeslissingen.

De oudste theorie over leiderschap, Plato (2008) en Carlyle (1841), beweren dat CEOs voor hun rol geboren worden. Opnieuw wordt er hier niet specifiek ingegaan op bepaalde persoonlijkheidskenmerken. In onderstaand onderzoek wordt er een eerste poging gedaan om de eigenschappen van kortbij te bekijken. Adams et al. (2018) onderzoeken de oudste theorie in hun studie door bepaalde persoonlijkheidskenmerken te bestuderen van toekomstige familiale CEOs en door hen te vergelijken met de gemiddelde bevolking. In hun onderzoek concentreren zij zich op drie persoonlijkheidskenmerken: cognitieve en niet-cognitieve vaardigheden en lengte. Zo blijkt uit een uitgebreide literatuurstudie dat cognitieve en niet-cognitieve eigenschappen en lengte de verdiensten van gewone werknemers aanzienlijk voorspellen. Bij CEOs zijn deze kenmerken nog relevanter

aangezien zij complexere taken moeten uitvoeren en mensen moeten leiden. Zo kan er bijvoorbeeld gekeken worden naar de cognitieve vaardigheid, concentratie. Binnen familiale CEOs zal er heel wat heterogeniteit zitten in de concentratie. De ene zal zich voor een lange tijd kunnen concentreren, terwijl een andere familiale CEO zich maar voor een beperkte tijd kan concentreren. Concentratie, en alle andere vaardigheden zoals geheugen, intelligentie, ... zullen een invloed hebben op de investeringsbeslissingen. Deze studie is een goed begin om meer inzicht te krijgen in de heterogeniteit van familiale CEOs. Voortbouwend op het onderzoek van Adams et al. (2018) kan er in de toekomst dieper ingegaan worden op de verschillende cognitieve en niet-cognitieve vaardigheden.

In het onderzoek van Kelleci et al (2018) worden de persoonlijkheidskenmerken van korter bij bekeken, maar opnieuw ligt hier de focus op het verschil tussen familiale en niet-familiale CEOs. Een bijkomende, verdiepende studie van Martino et al. (2018) onderzoekt de invloed van CEO persoonlijkheden op het nemen van strategische risico's door familiebedrijven. Voortbouwend op de upper echelons theorie, onderzoeken zij de professionele opleiding van familiale CEOs, andere loopbaanervaringen, carrièrehorizon en anciënniteit. Ze stellen vast dat het nemen van risico binnen familiebedrijven significant en negatief gerelateerd is aan de professionele opleiding, maar positief aan de carrièrehorizon. Dit ondersteunt het argument dat dergelijke persoonlijke kenmerken van de CEO sleutelfactoren zijn in de verklaring van verschillen in het nemen van risico's tussen familiebedrijven. Opnieuw is dit een goede aanzet om de heterogeniteit binnen familiale CEOs beter te begrijpen, maar er zijn nog enkele hiaten in het onderzoek. In toekomstig onderzoek kan er onderzocht worden hoe de heterogeniteit in de opleiding van een familiale CEO invloed heeft op investeringsbeslissingen. Mogelijks zou het kunnen dat een CEO met een academisch diploma investeringsbeslissingen eerder gaat analyseren en uitrekenen, terwijl een CEO met een professioneel diploma eerder werkt aan de hand van zijn buikgevoel.

Belangrijke pistes voor toekomstig onderzoek zijn onder meer het begrijpen op welke manier de persoonlijkheidskenmerken van familiale CEOs het investeringsproces kunnen beïnvloeden. Hierbij is het belangrijk dat er onderzoek wordt gedaan naar de juiste kenmerken die invloed hebben op het investeringsproces. Een mogelijkheid zou zijn om de emotionele stabiliteit binnen familiale CEOs te gaan onderzoeken en te vergelijken met elkaar. Andere belangrijke persoonlijkheidskenmerken zoals: extraversie, openheid en ordelijkheid kunnen ook een grote invloed hebben op investeringsbeslissingen (de Wit, J. B., 2013). Dit kan men onderzoeken door het gedrag van familiale CEOs te vergelijken met elkaar als alle factoren, buiten één persoonlijkheidskenmerk, constant zijn. Op deze manier zal er een uitgebreide kennis verkregen worden over de heterogeniteit van familiale CEOs, afhankelijk van hun persoonlijkheidskenmerken.

Suggestie 2: Risico-aversie en situationele-/omgevingsfactoren

Binnen het huidige onderzoek naar risico-aversie bij familiale CEOs zijn er heel wat tegengestelde argumentatielijnen. Zo concludeert het ene onderzoek dat een familiale CEO risico-averser is doordat een groot deel van hun privévermogen geïnvesteerd is (Bianco et al., 2012), terwijl Hiebl (2012) concludeert dat familiale CEOs een groter risico willen nemen aangezien zij een lange termijn oriëntatie hebben. Om deze tegengesteldheden te onderscheppen is het belangrijk dat er rekening wordt gehouden met situationele- en/of omgevingsfactoren.

Hiebl (2012) onderscheid in zijn onderzoek zes factoren die een invloed kunnen hebben op de risico-aversie van familiebedrijven. Namelijk: (1) de betrokkenheid van familie, (2) integratie van familieleden in het topmanagementteam, (3) concurrentieomgeving, (4) psychologische factoren, (5) persoonlijke levenssfeer van de familieleden en (6) bedrijfskenmerken. In de bestaande literatuur gaat men vaak twee tegengestelde situaties vergelijken en daaruit conclusies trekken. Zo wordt er bijvoorbeeld in de studie van Hiebl (2012) onderzocht: hoe de concurrentieomgeving invloed heeft op de risico-aversie van familiale CEOs binnen familiebedrijven. Hij concludeert dat een onzekere concurrentieomgeving de risico-aversie vergroot, terwijl er in een vijandige concurrentieomgeving net meer risico wordt genomen.

In de toekomst is het belangrijk dat wetenschappers zich meer focussen op hoe de heterogeniteit binnen familiale CEOs een invloed kan hebben op de risico-aversie. In het onderzoek van Hiebl (2012) werd al een goede aanzet gegeven, maar de focus ligt hier niet volledig in lijn met de onderzoeksvraag. Het onderzoek kan worden vervolledigd door de zes factoren te gaan bekijken vanuit het standpunt van de CEO. Zo kan men bijvoorbeeld de concurrentieomgeving constant houden, maar de kenmerken van de CEO aanpassen. Op deze manier kunnen ze de variabele factor eruit halen en vergelijken welke invloed dit heeft op de risico-aversie van familiale CEOs. Bovendien kunnen onderzoekers bijvoorbeeld de link onderzoeken tussen de eerste twee factoren. Verder kan ook het verband onderzocht worden tussen psychologische factoren en de persoonlijke levenssfeer van de familieleden.

Naast de zes factoren uit het onderzoek van Hiebl (2012) is het opnieuw belangrijk om ook andere factoren te onderzoeken die de risico-aversie kunnen beïnvloeden. Geslacht is een zeer belangrijke factor, na een grondige analyse van de literatuur vinden Charness & Gneezy (2012) dat mannen meer geneigd zullen zijn om risico te nemen. Terwijl Schubert et al. (2000) concludeert dat de risico-aversie onverschillig is wanneer investeringsbeslissingen worden genomen in een veilige omgeving. In beide onderzoeken zitten heel wat hiaten, die mogelijkheden bieden voor toekomstig onderzoek. Allereerst is het belangrijk dat er verder onderzoek wordt gedaan om deze algemene contrasten op te lossen. Dit kan door onderzoek uit te voeren op een grotere steekproef, specifieke onderzoeken te voeren of door nieuwe theorieën toe te passen. Bovendien, in het belang van deze literatuurstudie, is het aangewezen om verder onderzoek uit te voeren binnen familiebedrijven. De meeste bestaande literatuur onderzoekt de verschillen in een algemeen kader (Maxfield et al., 2018; Borghans et al., 2009). Studies naar de genderverschillen bij verschillende types familiale CEOs zijn eerder beperkt.

Suggestie 3: Meer onderzoek naar het effect van SEW op innovatieve investeringen

Als er een analyse gemaakt wordt van de bestaande literatuur kan er geconcludeerd worden dat binnen familiebedrijven de SEW-theorie een negatief effect heeft op innovatieve investeringen (vb.: Block, 2012; Chrisman en Patel, 2012). Hoewel dit een waardevol resultaat is, werd er geen rekening gehouden met potentiële moderatoren in dit verhaal. Toekomstig onderzoek kan daarom inzoomen op verschillende soorten familiale CEO's, de risicobereidheid van de CEO, en prestatiegevaar als potentiële moderatoren (Martínez-Alonso et al., 2018).

Onderzoekers moeten in de toekomst meer rekening houden met de modererende effecten van familiegeneratie en familiemanagement. Dit kan een oplossing bieden voor de gemengde en dubbelzinnige resultaten. In bestaand onderzoek wordt er voornamelijk een negatief effect van SEW op innovatieve investeringen gekenmerkt, maar er zijn ook enkele studies die een positieve relatie aantonen. Recentelijk zijn er al oproepen gedaan voor het verdere onderzoek naar het differentiële effect van familiemanagement en familiegeneratie op innovatie-inputs en/of innovatie-outputs (Diéguez-Soto et al., 2018; Duran et al., 2016).

Suggestie 4: Het aantal aandelen van een familiale CEO

In de bestaande literatuur gaan de meeste onderzoeken over onzekerheid, risico-aversie en enkele theorieën binnen familiebedrijven. Deze pool van studies kan aangevuld worden door twee nieuwe inzichten, namelijk: (1) het aantal aandelen een familiale CEO in handen heeft en (2) hoe de relatie van de leidinggevende is tegenover externen.

Het aantal aandelen een familiale CEO in handen heeft kan een grote invloed hebben op de investeringsbeslissingen. Als een CEO zijn financieel belang niet afhankelijk is van de waarde van het bedrijf, kan hij/zij zich gedragen op een manier die privé voordelig is. Met andere woorden, heeft de CEO maar een beperkt aantal aandelen in handen, is zijn verloning niet afhankelijk van de waarde. Hierdoor kan hij/zij ervoor kiezen om investeringen uit te stellen die voordelig zijn voor het bedrijf, maar niet voor zichzelf op privé vlak. De algemene theorie hiervoor is de agency-theorie (Bergstresser & Philippon, 2005). Om met zekerheid te zeggen dat deze theorie ook van toepassing is binnen familiebedrijven, zal er in de toekomst verder onderzoek gedaan moeten worden. Dit kunnen ze onder andere onderzoeken door een familiale CEO met een minimaal aantal aandelen te vergelijken met een familie CEO die een maximaal aantal aandelen in handen heeft. Op deze manier kan er worden nagegaan of een familiale CEO binnen een familiebedrijf met een beperkt aantal aandelen zich laat leiden door persoonlijke belangen.

Suggestie 5: De relatie van de leidinggevende tegenover externen

Zoals eerder aangehaald, kan de pool van bestaande studies verder aangevuld worden met nieuwe inzichten. Het is echter ook belangrijk om te kijken hoe de relatie van de leidinggevende is tegenover externen. Door de interactie tussen de leidinggevende en externe personen wordt er bijgedragen aan: (1) een verscheidenheid aan informatie en middelen die belangrijk zijn voor investeringsbeslissingen; (2) eventueel nieuw managementadvies waardoor er andere strategische keuzes gemaakt kunnen worden; (3) een oplossing om om te gaan met onzekerheid die keuzeprocessen beïnvloedt (Calabro et al., 2019). Aangezien deze interactie enkele voordelen biedt

is het belangrijk om na te gaan hoe de heterogeniteit binnen familiale CEOs hier een invloed op kan hebben. Er is heel wat heterogeniteit aanwezig binnen interactie. Zo zal een familiale CEO met een open interactie veel meer informatie krijgen van externe personen. Een familiale CEO waarbij de interactie eerder moeizaam verloopt, zal de impact van drie bovenstaande voordelen veel minder zijn.

6. Conclusie

Deze systematische literatuurstudie geeft een samenvatting van de reeds bestaande onderzoeken over investeringsbeslissingen binnen familiebedrijven. Waarbij er meer specifiek gekeken wordt naar hoe de heterogeniteit van familiale CEOs de investeringen beïnvloeden.

Onzekerheid speelt een heel belangrijke rol bij investeringsbeslissingen. Meerdere onderzoeken tonen aan dat er een grotere gevoeligheid voor onzekerheid is bij familiebedrijven. De negatieve relatie komt voort uit een ruimer concept van onomkeerbaarheid, doordat er slechts beperkte beschikbare informatie op secundaire markten aanwezig is van familiebedrijven. Als de familie meer aandelen bezit, zal dit effect verzacht worden. Een familiale CEO kan hier in het algemeen dus een positieve invloed op uitoefenen. Maar stel dat de familiale CEO de oprichter is, zal de onzekerheid een sterker effect hebben. Aangezien hij de controle over het bedrijf binnen de familie wil houden.

Naast onzekerheid, kunnen familiebedrijven ook een hogere mate van risico-aversie hebben. Doordat er vaak een geconcentreerd belang is in één bedrijf, ontstaan er sterke prikkels om bedrijfsrisico's te beperken. Als er gekeken wordt naar de lange termijn oriëntatie wordt er een tweede en tegengestelde argumentatielijn gevonden. Familiebedrijven kunnen op lange termijn innovatieve en creatieve strategieën nastreven, die voor niet-familiebedrijven een te groot risico vormen. In de literatuur worden zeer veel tegenstrijdigheden gevonden. Hiebl (2012) komt tot de conclusie dat risico-aversie beïnvloed wordt door zes factoren. Deze factoren gaan onder andere over de betrokkenheid van de familie, concurrentieomgeving, bedrijfskenmerken enzovoort.

Een zeer belangrijke theorie binnen familiebedrijven namelijk: de socio-emotionele wealth theorie heeft een belangrijke invloed op de investeringsbeslissingen. Hierdoor wil het familiebedrijf naast economische doelstellingen ook enkele niet-financiële doelstellingen behalen. Er kan geconcludeerd worden dat eigenaars het meeste belang hechten aan het behoud van de socio-emotionele rijkdom. Samenhangend kan er gesteld worden dat er minder innovatieve investeringen zijn bij familiebedrijven. Maar belangrijk om op te merken is dat familiebedrijven vaak een lagere innovatie-input hebben, maar er toch in slagen om een hogere innovatie-output te genereren.

Wanneer de heterogeniteit van familiale CEOs wordt bestudeerd, moet er altijd rekening gehouden worden met persoonlijkheidskenmerken. Uit onderzoek kunnen we concluderen dat familiale CEOs graag de controle in handen hebben en ze bovendien eerder intuïtief en holistisch denken. Consistent met de lange termijnvisie zullen familiale CEOs eerder vooruitziend zijn. Als laatste is er een positieve relatie tussen een familiale CEO en MVO-investeringen.

Door de vele tegenstrijdigheden en overheersende hiaten, worden er enkele suggesties gegeven voor toekomstig onderzoek. In toekomstig onderzoek moet de focus verlegd worden van familie- vs niet-familiebedrijven naar de heterogeniteit binnen familiebedrijven. In de toekomst kan men bijvoorbeeld uitbreidend onderzoek doen naar persoonlijkheidskenmerken bij familiale CEOs of bepaalde onderzoekstromen koppelen aan elkaar.

Hoewel er voldoende aandacht werd bestaan aan het uitvoeren van een uitgebreide review, heeft deze systematische literatuurstudie toch enkele beperkingen. Ten eerste wordt alleen Engelstalige literatuur opgenomen. Ten tweede moest ik bij elke stap bewust beslissen welke studies ik wel en welke ik niet zou opnemen. Hierdoor worden enkele studies uitgesloten, omdat die niet aan peer-review onderworpen zijn. Hierdoor kunnen dus andere relevante onderzoeken verloren gegaan zijn. Om de geldigheid van het onderzoek te garanderen, is de reikwijdte van het onderzoek beperkt tot bovengenoemde literatuur.

7. Bronnenlijst

- Adams, R., Keloharju, M., Knüpfer, M. (2018). Are CEOs born leaders? Lessons from traits of a million individuals. *Journal of Financial Economics*, 130(2), 392 - 408.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.07.006>
- Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family-controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1744–1758. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.018>
- Beck, S., & Prügl, R. (2018). Family Firm Reputation and Humanization: Consumers and the Trust Advantage of Family Firms Under Different Conditions of Brand Familiarity. *Family Business Review*, 31(4), 460–482. <https://doi.org/10.1177/0894486518792692>
- Bergstresser, D., Philippon, T., (2005). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>
- Bjuggren, P.-O., Nordström, L. and Palmberg, J. (2018). Are female leaders more efficient in family firms than in non-family firms? *Corporate Governance*, 18(2), 185-205. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2017-0017>
- Borghans, L., Heckman, J.J., Golsteyn, B.H.H., Meijers, H., (2009). Gender Differences in Risk Aversion and Ambiguity Aversion. *Journal of the European Economic Association*, 7, (2), 649–658, <https://doi.org/10.1162/JEEA.2009.7.2-3.649>
- Bianco, M., Bontempi, M. E., Golinelli, R., & Parigi, G. (2012). Family firms' investments, uncertainty, and opacity. *Small Business Economics*, 40(4), 1035–1058.
<https://doi.org/10.1007/s11187-012-9414-3>
- Bianco, M., Golinelli, R., & Parigi, G. (2009). Family Firms and Investments. *SSRN Electronic Journal*. Published. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1521023>
- Calabro, A., Vecchiarini, M., Gast, J., Campopiano, G., De Massis, A., Kraus, S., (2019). Innovation in Family Firms: A Systematic Literature Review and Guidance for Future Research. *International Journal of Management Reviews*, 21, 317-355. <https://doi.org/DOI:10.1111/ijmr.12192>
- Chen, S., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499–536.
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2008.00288.x>

- Cirillo, A., Pennacchio, L., Carillo, M.R., (2021). The antecedents of entrepreneurial risk-taking in private family firms: CEO seasons and contingency factors. *Small Business Economics*, 56, 1571–1590. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00279-x>
- Corbey, M. (2010). Agent of Steward? Over mensbeeld en management control. Researchgate. https://www.researchgate.net/publication/336624491_Agent_of_Steward_Over_mensbeeld_en_management_control/fulltext/5da90f424585155e27f63898/Agent-of-Steward-Over-mensbeeld-en-management-control.pdf
- Cui, V., Ding, S., Liu, M., (2018). Revisiting the Effect of Family Involvement on Corporate Social Responsibility: A Behavioral Agency Perspective. *Journal of Business Ethics*, 152, 291–309. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3309-1>
- Daniele Amore, M., Minichilli, A., Corbetta, G., (2011). How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1016 - 1027. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.05.002>
- Denyer, D., & Tranfield, D. (2009). Producing a systematic review. In D. A. Buchanan & A. Bryman (Eds.), *The Sage handbook of organizational research methods* (pp. 671–689). Sage Publications Ltd.
- De wit, J. B., (2013). De invloed van persoonlijkheidskenmerken van de directeur en organisatorische regelingen op de innovatie-activiteit van de onderneming in het MKB [Universiteit Twente, Enschede, Nederland]. https://essay.utwente.nl/63581/1/Bachelor_Thesis_JdW.pdf
- Duran, P., Kammerlander, N., Van Essen, M., & Zellweger, T. (2016). Doing More with Less: Innovation Input and Output in Family Firms. *Academy of Management Journal*, 59(4), 1224–1264. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0424>
- Ferramosca S., Ghio A. (2018). The Family Business. *Accounting Choices in Family Firms*, 13-102. https://doi.org/10.1007/978-3-319-73588-7_2
- Fries, A., & Leitterstorf, M. (2021). Leadership Styles and Leadership Behaviors in Family Firms: A Systematic Literature Review. *Journal of Family Business Strategy*, 12(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2020.100374>

- Gao, W., Li, W., & Huang, Z. (2017). Do family CEOs benefit investment efficiency when they face uncertainty? *Chinese Management Studies*, 11(2), 248-269. doi:<http://dx.doi.org/10.1108/CMS-03-2016-0052>
- García-Sánchez, I. M., Martínez-Ferrero, J., & García-Meca, E. (2018). Does family involvement monitor external CEOs' investment decisions? *Review of Managerial Science*, 14(1), 159-192. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0290-3>
- Hiebl, M. R. (2012). Risk aversion in family firms: what do we really know? *The Journal of Risk Finance*, 14(1), 49-70. <https://doi.org/10.1108/15265941311288103>
- Janssen, A. (2019). Positieve agency theorie. Ensie.nl. <https://www.ensie.nl/alexander-janssen/positieve-agency-theorie>
- Kelleci, R., Lambrechts, F., Voordeckers, W., & Huybrechts, J. (2019). CEO personality: A different perspective on the nonfamily versus family CEO debate. *Family Business Review*, 32(1), 31-57.
- Library, X. (2021). What are SCIE and SSCI? <https://libanswers.lib.xjtlu.edu.cn/faq/220443>
- Martino, P., Rigolini, A., D'Onza, G., (2018). The relationships between CEO characteristics and strategic risk-taking in family firms. *Journal of Risk Research*, 23(1), 95-116. <https://doi.org/https://doi.org/10.1080/13669877.2018.1517380>
- Martínez-Alonso, R. Martínez-Romero, M., Rojo-Ramírez, J., Alfonso, A., (2018). Technological innovation and socioemotional wealth in family firm research: Literature review and proposal of a conceptual framework. *The Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 16(3), 270 - 301. <https://doi.org/DOI:10.1108/MRJIAM-01-2018-0803>
- Maxfield, S., Shapiro, M., Gupta, V. and Hass, S. (2010). Gender and risk: women, risk taking and risk aversion. *Gender in Management*, 25,(7), pp. 586-604. <https://doi.org/10.1108/17542411011081383>
- Meier, O., Schier, G., (2021). CSR and Family CEO: The Moderating Role of CEO's Age. *Journal of Business Ethics*, 174, 595-612. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04624-z>
- Morris, M. H., Williams, R. O., Allen, J. A., & Avila, R. A. (1997). Correlates of success in family business transitions. *Journal of Business Venturing*, 12(5), 385-401. [https://doi.org/10.1016/s0883-9026\(97\)00010-4](https://doi.org/10.1016/s0883-9026(97)00010-4)
- Pindyck, R. (1990). IREVERSIBILITY, UNCERTAINTY, AND INVESTMENT. NBER WORKING PAPER SERIES. Published. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w3307/w3307.pdf

- Schickinger, A., Leitterstorf, M. P., & Kammerlander, N. (2018). Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. *Family Business Strategy*, 9(4), 286 - 292. <https://doi.org/https://doi-org.bib-proxy.uhasselt.be/10.1016/j.jfbs.2018.09.002>
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*, 14(3), 207-222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>
- University, C. S. (2021). Literature Review: Systematic literature reviews. <https://libguides.csu.edu.au/c.php?g=476545&p=3997202>
- Wen Helena, L., Jin-hui, L., De Sisto, M., Bartram, T., (2021). Born to rebel? The owner birth order and R&D investments in Chinese family firms. *Journal of Product Innovation Management*, 38(4), 421-446. <https://doi.org/10.1111/jpim.12584>
- Zhong, X., Song, T., & Ren, L. (2021). The role of founder reign in explaining family firms' R&D investment: evidence from China. *European Journal of Innovation Management*, ahead-of(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/ejim-01-2021-0068>