



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

De antecedenten van dividendbeslissingen in private familiebedrijven

Jorg Minten

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

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

2023
2024



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

De antecedenten van dividendbeslissingen in private familiebedrijven

Jorg Minten

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

PROMOTOR :

dr. Ellen JANSSEN

Contents

Inleiding.....	4
Literatuurstudie	6
Agency probleem	6
Aandeelhoudersstructuur	7
Familie governance praktijken / Professionalisering	8
Socio-emotionele Welvaart.....	8
Familiale eigendom / Vermogensbehoud.....	11
Aantal aandeelhouders	12
Methodologie	13
Afhankelijke variabele.....	13
Onafhankelijke variabelen.....	13
Controle variabelen.....	14
Resultaten	16
Beschrijvende Statistieken	16
Tabel 1:	17
Tabel 2:	18
Hypothesen	19
Hypothese 1: Familiebedrijven met een hoger percentage passieve familiale aandeelhouders hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.	19
Hypothese 2: Familiebedrijven waarin family governance systemen zoals een family forum of family charter geïnstalleerd zijn, zijn geneigd om meer dividenden uit te keren.	19
Familiebedrijven met een sterke focus op socio-emotionele rijkdom (SEW) hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen.....	20
Hypothese 3.1: Familiebedrijven met een sterk verlangen om de controle te behouden, hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen.	20
Hypothese 3.2: Familiebedrijven met een sterke focus op identificatie met het familiebedrijf en de organisatiedoelen, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.	20
Hypothese 3.3: Familiebedrijven met een sterke focus op sociale relaties van het PFB, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.	21
Hypothese 3.4: Familiebedrijven met een sterke emotionele binding tussen de familieleden, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.	22
Hypothese 3.5: Familiebedrijven met een sterk verlangen om het bedrijf door te geven, hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen.	22

Hypothese 4: Familiebedrijven met een groter familieaandeel hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen,	22
Hypothese 5: Familiebedrijven met meerdere familieleden hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen	23
Tabel 3:	24
Tabel 4:	25
Discussie en conclusie	26
Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek.....	28
Referenties	29

Inleiding

In België is meer dan driekwart van de ondernemingen in handen van families. Bovendien vormen ze een derde van de totale toegevoegde waarde in ons land (Michiels, 2012). Familiebedrijven worden daarom vaak gezien als de ruggengraat van onze economie. Hoewel er afgelopen decennia veel onderzoek is verricht naar familiebedrijven (Payne, 2018; Sharma et al., 2019), zijn er weliswaar nog enkele hiaten in de literatuur terug te vinden. Ondanks het aanzienlijke belang van familiebedrijven, blijft gedetailleerd empirisch onderzoek omtrent dividendbeslissingen schaars (Schmid et al., 2010). Veel theoretisch en empirisch onderzoek richt zich op het verklaren waarom bedrijven dividenden uitkeren. Binnen dit topic richten veel studies zich op publieke (familie) bedrijven, en maar weinig op private familiebedrijven (Michiels, 2012; Belda-Ruiz, Sanchez-Marin, & Baixauli-Soler, 2022).

Dividendbeslissingen zijn cruciaal voor bedrijven, ze bepalen hoeveel van de winst van het bedrijf wordt uitgekeerd aan aandeelhouders. Dividendbeslissingen kunnen worden beïnvloed door verschillende factoren, zoals de groei- en investeringsbehoeften van het bedrijf, de verwachtingen van de aandeelhouders en de fiscale wet- en regelgeving. In familiebedrijven zijn er echter ook een aantal familie-specifieke kenmerken die een belangrijke rol spelen in het verklaren van dividendniveaus. Het dividendbeleid en -niveau in familiebedrijven kunnen afhankelijk zijn van uitgesproken, specifieke familiale kenmerken. Zo blijkt bijvoorbeeld dat het niveau van dividenden in familiebedrijven kan variëren afhankelijk van de familiale generatie (Vandemaele & Vancauteran, 2015) en de aanwezigheid van passieve aandeelhouders (Michiels, Voordeckers, Lybaert, & Steijvers, 2015). De invloed van deze familie-specifieke kenmerken is niet volledig ontwikkeld in de bestaande literatuur, resulterend in een reeks open vragen omtrent hun strategische keuzes, financiële resultaten en andere modererende factoren (Carney, Van Essen, Gedajlovic, & Heugens, 2015).

Het merendeel van dividendstudies vergelijkt dividendniveaus van familiale en niet-familiale bedrijven. Meer recente studies over de dividendpolitiek van familiebedrijven wijzen echter op de heterogeniteit binnen familiebedrijven, en erkennen het feit dat ook familiebedrijven onderling sterk kunnen verschillen in hun dividendbeslissingen (Molly & Michiels, 2022). Deze masterproef bouwt voort op bestaande literatuur en vult een lacune in het onderzoek naar dividendbeslissingen binnen private familiebedrijven. Deze studie zal daarom worden nagaan welke familie-specifieke kenmerken invloed kunnen hebben op dividendniveaus in een heterogene groep van private familiale ondernemingen.

Deze masterproef beoogt, met behulp van een kwantitatieve onderzoeksmethodologie, de rol van familie-specifieke kenmerken te achterhalen in het verklaren van dividendniveaus van private familiale ondernemingen. Er zal worden onderzocht hoe verschillende aspecten, zoals familiale generatie, de aanwezigheid van passieve aandeelhouders, en de mate van familiale betrokkenheid, invloed kunnen hebben op de dividendbeslissingen binnen deze bedrijven.

Het belang van dit onderzoek kan niet worden onderschat. Door inzicht te krijgen in de factoren die de dividendbeslissingen binnen private familiebedrijven beïnvloeden, kunnen ondernemers, beleidsmakers en investeerders hun besluitvorming beter afstemmen op de specifieke behoeften en

doelstellingen van deze bedrijven. Daarnaast kan dit onderzoek bijdragen aan het versterken van de duurzaamheid en het voortbestaan van familiebedrijven, aangezien de juiste dividendpolitiek een cruciale rol speelt bij het balanceren van de financiële behoeften van het bedrijf en de familiebelangen.

Literatuurstudie

Private familiebedrijven (PFB) zijn bedrijven die gedeeltelijk of volledig in het bezit zijn van of gemanaged worden door een familie. Hun aandelen worden niet vrij verhandeld op een openbare effectenbeurs. De afwezigheid van de effectenbeurs en externe aandeelhouders zorgt dat PFB minder onderworpen zijn aan de externe toezicht en prestatiedruk die normaliter wordt uitgeoefend door openbare aandeelmarkten (Carney, Van Essen, Gedajlovic, & Heugens, 2015).

Recente studies over de dividendpolitiek van familiebedrijven erkennen dat familiebedrijven onderling sterk kunnen verschillen in hun dividendbeslissingen. Er wordt steeds vaker bewezen dat familiebedrijven variëren wat betreft hun strategische keuzes en relatieve prestaties (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003). Hoewel er steeds meer onderzoek wordt gedaan naar financiële beslissingen in familiebedrijven, blijven studies omtrent dividendbeslissingen binnen PFB nog redelijk schaars (Motylska-Kuzma, 2017; Belda-Ruiz et al., 2022). Bovendien blijft er veel literaire verdeeldheid over het dividendbeleid van familiebedrijven. Kiezen familiebedrijven vaker voor hogere of lagere dividendniveaus dan niet-familiale bedrijven? Sommige studies stellen dat familiebedrijven hogere dividendniveaus toepassen, enkele studies beargumenteren het tegendeel, en andere studies vinden helemaal geen significante invloed van familiaal karakter op dividendniveaus (Molly & Michiels, 2022). Toch is dividendbeleid een belangrijk aspect van de financiële strategie van een bedrijf. Het begrijpen van de factoren die de dividendbeslissingen in familiebedrijven beïnvloeden, is daarom van groot belang.

Sommige familiebedrijven maken bewust de keuze om meer dividenden uit te keren aan hun aandeelhouders (Bertrand et al., 2008). Dividenden dienen als een manier om de behaalde winsten te delen en aandeelhouders een rendement te bieden op hun investering. Andere familiebedrijven geven echter de voorkeur aan interne herinvestering en betalen daarom weinig dividend uit (Arregle et al., 2007; Cennamo et al., 2012; Madison et al., 2016; Miller et al., 2022). Dividendniveaus worden beïnvloed door verschillende familie-specifieke factoren, waaronder de aandeelhoudersstructuur, familiale generatie, familiale doelstellingen, enzovoort. Familieleden kunnen daarom vaak verschillende rollen vervullen binnen het bedrijf, zoals eigenaar, manager, bestuurder of toezichthouder. Deze meervoudige rollen kunnen zowel synergiën als conflicten (agency costs) creëren. Al deze factoren kunnen potentieel invloed uitoefenen op de dividendniveaus in private familiebedrijven. Deze literatuurstudie gaat dieper in op deze familie-specifieke factoren en wat er reeds onderzocht werd.

Agency probleem

Vooraleer er dieper ingegaan wordt op de uiteenzetting van familie-specifieke factoren, wordt de focus vooreerst even verlegd naar de frequent besproken *agency theory*. Desbetreffende theorie vormt de onderbouw in elk gelijkend onderzoek en blijft pertinent in het onderzoek omtrent PFB.

De *agency* theorie beschrijft de relatie tussen enerzijds de eigenaars (*principals*) van een bedrijf, en anderzijds de managers (*agents*). De eigenaars delegeren autoriteit aan managers. De belangen van *agents* kunnen vaak verschillen van die van de *principal*, resulterend in conflicten tussen beide partijen (*agency* problemen) (Molly & Michiels, 2022; Madison et al. 2016). Sommige studies stellen echter dat, door de betrokkenheid van familieleden in zowel het bezit als in het

management van het bedrijf, de belangen van eigenaars en managers op dezelfde lijn liggen in private familiebedrijven. Bijgevolg zijn *agency* conflicten/kosten minimaal of onbestaand. (Chrisman et al., 2007; Ang et al. 2000; Michiels et al., 2015).

Recente studies beargumenteren echter dat er zich wel specifieke *agency* problemen kunnen stellen binnen PFB, dit vooral wanneer meerdere familieleden betrokken zijn in het aandeelhouderschap en het management. Dit type *agency* problemen worden ook wel 'intra-familial principal-principal conflicten' genoemd (Gersick et al. 1997; Schulze et al. 2001; Stewart and Hitt 2012). Actieve (werkzaam in het familiebedrijf) en passieve familieaandeelhouders (niet werkzaam in het familiebedrijf) kunnen verschillende belangen hebben vanwege hun verschillende rol binnen het bedrijf. Passieve familieaandeelhouders geven vaak de voorkeur aan het ontvangen van dividenden, terwijl de actieve aandeelhouders over het algemeen de voorkeur geven aan het herinvesteren van winsten in het bedrijf (Gersick et al. 1997). Tegenstrijdigheden en conflicten verhinderen de goede werking en harmonie in PFB. Dividenden kunnen in dit verband als mediërend instrument fungeren om *agency* problemen te verhelpen (Michiels, 2012).

Aandeelhoudersstructuur

De aandeelhoudersstructuur van een familiebedrijf speelt een belangrijke rol in de dividendpolitiek van PFB. Onderzoek door Michiels, Voordeckers, Lybaert en Steijvers (2015) stelt dat de aanwezigheid van passieve aandeelhouders een positieve invloed had op het niveau van de dividenduitkeringen. Passieve aandeelhouders, zoals externe financiers of familiale eigenaars die geen managementrol vervullen in het bedrijf, wensen rendement op hun investering te realiseren. Ze hechten daarom meer belang aan directe inkomsten uit dividenden en oefenen om die reden druk uit op het management om hogere dividenden uit te keren. Daartegenover staan actieve aandeelhouders. Zij geven de voorkeur aan het behoud van winsten in het bedrijf om de groei te verwezenlijken, investeringen te ondersteunen, en de continuïteit van het bedrijf te waarborgen (Bongaerts, 2014). Dit kan leiden tot conflicten tussen deze groepen aandeelhouders (*agency* conflicten). Actieve familieaandeelhouders kunnen bijvoorbeeld hogere salarissen en voordelen ontvangen of investeren in projecten met lage rendementen ten koste van passieve familieaandeelhouders, wat ertoe kan leiden dat passieve aandeelhouders aandringen op hogere dividenduitkeringen (Michiels et al., 2015; Michiels, 2012).

Het betrekken van passieve aandeelhouders bij de dividendbeslissingen kan gezien worden als een legitieme beloning voor hun lidmaatschap van de familie (Michiels et al., 2015; Michiels, 2012). Daarnaast kunnen dividenden dienen als een mechanisme om het exorbitante gebruik van bedrijfsmiddelen door actieve aandeelhouders te beperken en de rijkdom van de onderneming te beschermen tegen interne uitbuiting (*expropriation*) (Michiels et al., 2015).

De bestaande literatuur inzake de aandeelhoudersstructuur in PFB brengt ons tot de volgende hypothesestelling:

H1: Familiebedrijven met een hoger percentage passieve familiale aandeelhouders hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

Familie governance praktijken / Professionalisering

De verschillende belangen en standpunten van aandeelhouders kunnen leiden tot conflicten binnen het familiebedrijf (*agency* conflicten). Om deze conflicten te verminderen en dividenduitkeringen te reguleren, kunnen familie governance praktijken (FGP) worden ingevoerd. FGP zijn initiatieven die gebruikt kunnen worden om de cohesie binnen familiebedrijven te bewaren en bijdragen aan hogere mate van professionalisering. Eén voorbeeld van dergelijke praktijken is het installeren van een familie forum. Met redelijke frequentie spreken familieleden af om samen te zitten en hun bezorgdheden en noden te communiceren. Een ander voorbeeld is het familie charter, een overeenkomst binnen een familiebedrijven waarin allerlei verwachtingen en spelregels worden opgenomen met betrekking tot alle aspecten van het bedrijf. Desbetreffende initiatieven en maatregelen ambiëren betere communicatie en ingevolge minder conflicten tussen de betrokkenen. Een gedeelde visie wordt gecreëerd tussen actieve en passieve familieaandeelhouders en dit draagt op zijn beurt bij tot het ontwikkelen van een bevredigend dividendbeleid (Michiels et al., 2015; Michiels, 2012).

Onderzoek heeft aangetoond dat het gebruik van familie governance praktijken een belangrijk mechanisme is om (*agency*) conflicten tussen familieaandeelhouders te vermijden of te verzachten zoals mogelijke conflicten omtrent dividenduitkeringen (Michiels et al., 2015; Michiels, 2012). Het is belangrijk dat er een hoog niveau van open communicatie is tussen familieleden om wederzijds vertrouwen te behouden, vooral wanneer familiebedrijven evolueren over generaties en familie-eigendom verspreid raakt (Michiels et al., 2015). Het gebruik van familie governance praktijken kan het dividendbeleid efficiënter maken en de efficiëntie van besluitvorming met betrekking tot dividenduitkeringen verhogen (Michiels, 2012).

In dit verband suggereert recent onderzoek dat familie governance praktijken een positieve invloed hebben op de dividenduitkeringen van familiebedrijven. Er wordt verwacht dat PFB die effectieve governance mechanismen hanteren, zoals familie charters, een grotere neiging hebben om hogere dividenden uit te keren (Michiels et al., 2017). Met deze insteek in het achterhoofd testen we volgende hypothese:

H2: Familiebedrijven waarin family governance systemen zoals een family forum of family charter geïnstalleerd zijn, zijn geneigd om meer dividenden uit te keren.

Socio-emotionele Welvaart

Familiebedrijven nemen bij het vormgeven van hun dividendbeleid niet louter financiële overwegingen in acht. Naast het financieel succes, hebben ze aandacht voor het behoud van familiale samenhang, harmonie en het voortzetten van het bedrijf overheen generaties. Zo onderstrepen Belda-Ruiz, Sanchez-Marin en Baixauli-Soler (2022) in hun onderzoek de significantie van deze familiegerichte motieven in het nemen van dividendbeslissingen. Centraal in dit verband staat het concept van socio-emotionele rijkdom, ofwel Socioemotional Wealth (SEW). Hierbij ligt de nadruk op niet-financiële elementen die inspelen op affectieve behoeften van de familie, zoals het bewaren van familiaal evenwicht en het doorgeven van het bedrijf aan volgende generaties.

Familiebedrijven hechten dus veel waarde aan socio-emotionele rijkdom (SEW). Familiebedrijven tonen daarom een grotere bereidheid om hun financiële prestaties op te offeren ten gunste van

socio-economische welvaart. Om de familieharmonie te waarborgen, en de socio-emotionele rijkdom op pijl te houden, kan er een neiging ontstaan voor lagere dividenduitkeringen (Belda-Ruiz, Sanchez-Marin, & Baixauli-Soler, 2022; Michiels, Uhlaner, & Dekker, 2017; Gómez-Mejía et al., 2007). Bovendien kan de aanwezigheid van familieleden in managementposities een negatieve invloed hebben op de dividenduitkering (Belda-Ruiz, Sanchez-Marin, & Baixauli-Soler, 2022). Deze bevindingen wijzen erop dat familiebedrijven een meer behoudende benadering hanteren als het gaat om dividenden, vanwege het belang van het behoud van familiecontrole en het beschermen van SEW (Belda-Ruiz, Sanchez-Marin, & Baixauli-Soler, 2022).

Anderzijds zijn er onderzoeken die een tegenovergesteld effect bewijzen. Dergelijke studies suggereren dat dividenduitkeringen juist kunnen fungeren als mechanisme om familiegerichte doelstellingen te verwezenlijken en familiecohesie te behouden. Het regelmatig uitkeren van dividenden kan bijvoorbeeld dienen als beloning voor de betrokkenheid van familieleden bij het bedrijf en kunnen een gevoel van gedeelde welvaart creëren. In familiebedrijven kunnen overwegingen met betrekking tot socio-emotionele rijkdom dan ook van invloed zijn op cruciale strategische beslissingen, zoals dividenduitkeringen (Molly & Michiels, 2022).

In deze studie wordt er van uit gegaan dat de relatie tussen SEW en dividenduitkeringen in PFB voornamelijk negatief is. Het uitgangspunt hierbij is dat PFB eerder een behoudende benadering hanteren, waarbij ze bereid zijn financiële prestaties op te offeren ter wille van het behoud van familiecohesie en socio-emotionele welvaart (Belda-Ruiz, Sanchez-Marin, & Baixauli-Soler, 2022).

In bestaande literatuur wordt SEW vaak onderverdeeld in 5 verschillende dimensies, bekend als "FIBER" (Berrone et al., 2012; Debicki et al., 2016; Martin & Gomez-Mejia, 2016). Elke letter in "FIBER" verwijst naar één van de dimensies, samen vormen ze de kernwaarden van SEW.

De "F" in "FIBER" staat voor "family control and influence" en representeert de algemene invloed en controle die familieleden uitoefenen op het bedrijf. De familie die de controle uitoefent en behoudt blijft een belangrijke factor in familiebedrijven. Om die reden nemen actieve familieleden vaak meerdere rollen op zich om zo veel mogelijk zeggenschap en controle te behouden (Berrone et al., 2012). Familiebedrijven gebruiken bij voorkeur vaak interne kasstromen of schuldfinanciering om hun investeringen te dekken, dit stelt hen in staat de controle te behouden en niet afhankelijk te worden van externe aandeelhouders. De familie houdt zo de touwtjes in handen en kan beslissingen blijven nemen zonder verantwoording te moeten afleggen aan externe partijen. Dit heeft echter ook een keerzijde. De afgunst ten aanzien van externe financiering en de angst om controle te verliezen aan buitenstaanders, bemoeilijkt het aantrekken van extern kapitaal en expertise. Dit belemmert op zijn beurt verdere groei van familiebedrijven (Martin & Gomez-Mejia, 2016). Deze focus op het gebruik van interne financieringsmiddelen voor investeringen resulteert in minder beschikbare kasstromen voor dividenduitkeringen (Deslandes et al., 2016). Bijgevolg luidt de eerste hypothese inzake SEW als volgt:

H3.1: Familiebedrijven met een sterk verlangen om de controle te behouden, hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen.

De "I" staat voor "identification of family members with the firm" en benadrukt de mate waarin familieleden zich identificeren met het familiebedrijf en de organisatiedoelstellingen. De identiteit

van de familiale eigenaars van PFB is vaak sterk gelinkt aan de organisatie (die doorgaans de familienaam draagt). Hierdoor wordt het bedrijf door zowel interne als externe stakeholders vaak gezien als een verlengstuk van de familie zelf (Berrone et al., 2012). Een slechte reputatie van het familiebedrijf schaadt bijgevolg ook de familienaam. Om een goede reputatie te waarborgen, zijn familiebedrijven eveneens bezorgd om de belangen van minderheidsaandeelhouders. Dit stimuleert hen om dividenden uit te keren (Deslandes et al., 2016). De hypothese hieromtrent is daarom de volgende:

H3.2: Familiebedrijven met een sterke focus op identificatie met het familiebedrijf en de organisatiedoelstellingen, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

De derde dimensie, “B”, staat voor “binding social ties” en verwijst naar de sociale relaties van familiebedrijven. Meer concreet gaat het over de betrokkenheid van de familie(leden) in verschillende aspecten van het bedrijf, zoals het bestuur en het management (Martin & Gomez-Mejia, 2016). Martin & Gomez-Mejia (2016) benadrukken in hun onderzoek dat een te grote betrokkenheid van familieleden bij het bestuur van het familiebedrijf kan leiden tot te veel gecentraliseerde beslissingen, een gebrek aan nieuwe ideeën en een gelimiteerde vaardigheden-set, wat de groei van de onderneming kan belemmeren. De sociale relaties binnen familiebedrijven beperken zich echter niet alleen tot familieleden, maar strekken zich ook uit naar andere belanghebbenden (Berrone et al., 2012). Het gevoel van verbondenheid en samenhang geldt ook ten aanzien van andere belanghebbenden, zoals niet-familiale werknemers (Berrone et al., 2012).

De invloed op dividenduitkeringen van deze derde dimensie hangt sterk samen met de “I”-dimensie. Ook hier is de gedachtegang dat een slechte reputatie de sociale relaties kan schaden en bijgevolg ook het bedrijf. Om alle relaties harmonieus te houden, zijn ook de belangen van minderheidsaandeelhouders belangrijk. Daardoor zijn PFB meer geneigd om dividenduitkeringen te doen (Deslandes et al., 2016). De hypothese is hier de volgende:

H3.3: Familiebedrijven met een sterke focus op sociale relaties van het PFB, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

De “E” staat voor “emotional attachment of family members” en belichaamt de rol van emoties in familiebedrijven. De vierde dimensie omvat de behoefte aan cohesie, verbondenheid en veiligheid. De aanwezigheid van emoties in familiebedrijven kan positieve effecten creëren. De sterke emotionele en perceptuele band tussen familieleden kan bijvoorbeeld meer vertrouwen en altruïstisch gedrag bevorderen. Anderzijds kunnen emoties ook een negatieve impact hebben. In tegenstelling tot niet-familiale bedrijven, waar disfunctionele relaties en aanhoudende conflicten kunnen worden beëindigd door de samenwerking te stoppen, zijn dergelijke banden in familiebedrijven vaak langdurig en aanhoudend. Op die manier kunnen emoties de werking en het besluitvormingsproces in familiebedrijven negatief beïnvloeden (Berrone et al., 2012).

Opnieuw wordt verwacht dat PFB meer geneigd zijn om dividenden uit te keren, aangezien de literatuur stelt dat ook hier harmonie en samenhang in deze dimensie prioritair wordt geacht voor PFB (Deslandes et al., 2016). De hypothese wordt als volgt geformuleerd:

H3.4: Familiebedrijven met een sterke emotionele binding tussen de familieleden, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

De vijfde en laatste dimensie, "R", verwijst naar "renewal of family bonds to the firm through dynastic succession" en steunt op de intentie om het bedrijf door te geven aan toekomstige generaties (Berrone et al., 2012; Swab et al., 2020). Het familiebedrijf wordt vaak niet enkel beschouwd als een verhandelbaar bezit, maar staat ook symbool voor de familie, het erfgoed en hun tradities. Familiale bedrijfsleiders en eigenaars beschouwen het bedrijf vaak als een langetermijninvestering. Goede opvolging en overdracht van het familiebedrijf naar de toekomstige generaties is daarom een belangrijk doel (Berrone et al., 2012).

Intergenerationele overdrachtsdoelen motiveren de familie niet alleen om het bedrijf te laten groeien en te versterken, maar ook om het financieel veilig te stellen voor volgende generaties. Dit doel kan ertoe leiden dat familiebedrijven zich focussen op investeringen die langetermijnrendementen maximaliseren ten behoeve van toekomstige generaties (Bertrand en Schoar, 2006; Chrisman en Patel, 2012). Zoals eerder aangehaald werd, om deze investeringen te financieren, vertrouwen familiebedrijven op interne kasstromen om externe financiering te beperken en de controle over het bedrijf te behouden. Dit resulteert wederom in minder beschikbare liquide middelen voor dividenduitkeringen (Deslandes et al., 2016). De hypothese wordt daarom als volgt geformuleerd:

H3.5: Familiebedrijven met een sterk verlangen om het bedrijf door te geven aan toekomstige generaties, hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen.

Familiale eigendom / Vermogensbehoud

In het streven naar een lange termijn verbintenis en de wens om het familiebedrijf door te geven aan toekomstige generaties, streven oprichtersfamilies naar het vermijden van verwatering van hun stemrechten. Dit impliceert dat uitkeringen, met name dividenduitkeringen, de enige haalbare optie zijn om een stabiel inkomen te genereren uit hun investering (Schmid et al., 2010).

Isakov & Weisskopf (2015) stellen in hun onderzoek dat het familiale aandeel positief gecorreleerd is aan dividenduitkeringen. Dit betekent dat families met een groot aandeel in de onderneming geneigd zijn om hogere dividenduitkeringen te verkiezen. Hoe hoger het familiale aandeel in het bedrijf, des te meer van het familievermogen geïnvesteerd is in de onderneming. Deze relatie resulteert in hogere dividenduitkeringen, vaak omdat de familie een deel van haar vermogen wenst te consumeren of diversifiëren.

Een mogelijke verklaring van dit lineaire verband tussen familiaal aandeel en dividenduitkeringen kan zijn om de minderheidsaandeelhouders te compenseren voor inefficiënte bestuur. Op deze manier worden de belangen van minderheidsaandeelhouders niet geschaad of verwaarloosd ten gunste van de belangen van meerderheidsaandeelhouders. Dit fenomeen kan wederom gekoppeld worden aan de *agency* theorie, waarbij dividenduitkeringen gebruikt worden om conflicten tussen minderheids- en meerderheidsaandeelhouders te minimaliseren. Op deze wijze worden minderheidsaandeelhouders tevreden gesteld of gecompenseerd voor de benadeling die zij mogelijks ervaren in familiebedrijven met een groot familiaal aandeel.

In navolging van bovenstaande uiteenzetting wordt de hypothese in dit verband als volgt geformuleerd:

H4: Familiebedrijven met een groter familieaandeel hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

Aantal aandeelhouders

PFB worden doorgaans gekenmerkt door een kleiner aantal aandeelhouders, wat kan bijdragen aan een meer cohesieve en nauw verbonden governance structuur. (Gallo et al., 2004). Deze beperkte groep aandeelhouders, veelal bestaande familieleden, kan een invloed uitoefenen op dividendbeleid en -niveaus. Echter, naast het aantal aandeelhouders, kan ook het aantal betrokken familieleden een significante rol spelen in het dividendbeleid van PFB.

Het onderzoek van Isakov & Weisskopf (2015) werpt licht op deze dynamiek door aan te tonen dat bedrijven met meerdere betrokken familieleden vaak geneigd zijn om hogere dividenden uit te keren. Deze bevinding suggereert een interessant verband tussen het aantal familieleden en het dividendbeleid van het bedrijf. Een mogelijke verklaring hiervoor ligt in de sociale en financiële verantwoordelijkheid ten opzicht van de familie. Met meer familieleden die afhankelijk zijn van de inkomsten van het bedrijf, kan de druk toenemen om royale dividenduitkeringen te doen om de behoeften van alle betrokkenen te ondersteunen. Bovendien kan de aanwezigheid van meerdere familieleden binnen het bedrijf leiden tot een breder scala aan perspectieven en belangen, wat op zijn beurt kan resulteren in een meer gediversifieerd en inclusief dividendbeleid.

In de veronderstelling dat meer familieleden zal leiden tot hogere dividenduitkeringen, testen we volgende hypothese:

H5: Familiebedrijven met meerdere familieleden hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

Methodologie

Voor het verder onderzoeken van de hypothesen wordt gebruik gemaakt van zowel survey data als secundaire data. De survey data afkomstig uit de enquête 'Familiale bedrijfsoverdracht in België' afgenomen door Ellen Janssen, en bijkomende secundaire data afkomstig uit de Bel-First database. Het testen van de hypothesen gebeurt in het statistische analyse programma SPSS.

Om de hypothesen te testen en te onderzoeken, werd eerst lineaire regressieanalyse uitgevoerd in SPSS. De analyse helpt ons een antwoord te formuleren op de vraag: welke variabelen hebben een verklarende invloed in de beslissing betreffende de hoogte van een dividend. Vervolgens, als robuustheidstest, werd een binaire logistische regressie analyse uitgevoerd. Deze analyse helpt ons een antwoord te formuleren op de vraag: welke variabelen hebben een verklarende invloed in de beslissing om al dan niet een dividend uit te keren? Beide regressieanalyses onderzoeken het verband tussen een afhankelijke variabele en de onafhankelijke variabelen. Daarnaast worden controlevariabelen geïntroduceerd om rekening te houden met andere potentiële verklarende factoren en deze constant te houden tijdens de analyse. Dit zorgt ervoor dat het verband tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen op een nauwkeurige en onvervormde manier kan worden getest en beoordeeld. Met behulp van controlevariabelen wordt beoogd de zuiverheid van de gemeten relatie tussen de variabelen van interesse te waarborgen. In wat volgt worden alle gebruikte variabelen opgesomd.

Afhankelijke variabele

Om de consistentie te bewaren met voorgaand empirisch onderzoek omtrent dividendbeleid, werd gebruik gemaakt van de dividend payout ratio (Gonzalez et al., 2014; Lee, 2010; Lipson et al., 1998). De dividend payout ratio geeft aan welk percentage van de winst na belasting wordt uitgekeerd als dividend. De dividend payout ratio werd berekend door de verhouding te nemen tussen dividendniveau en winst na belasting, en vervolgens vermenigvuldigd met 100. Deze variabele is een berekend gemiddelde over 4 jaar (2015-2018). Met betrekking tot de binaire regressie analyse werd een dummyvariabele gecreëerd, genaamd "DividendDummy_2018". Gecodeerd 1 wanneer een familiebedrijf dividend heeft uitbetaald in 2018, gecodeerd 0 wanneer er geen dividend wordt uitgekeerd in 2018.

Onafhankelijke variabelen

In deze studie wordt de impact van verschillende onafhankelijke variabelen getest op de dividenduitkering. Als eerste werd het percentage passieve familieleden opgenomen als onafhankelijke variabele (Procent_PassiefFam). Als alternatief wordt de dummy variabele "PassiefDummy" opgenomen in de robuustheidsanalyse zoals Michiels et al. (2015) deze variabele reeds opnamen in gelijkend onderzoek. De variabele is gelijk aan 1 als het bedrijf familiale aandeelhouders heeft die niet werken voor het bedrijf, en gelijk aan 0 als alle familiale aandeelhouders actief zijn in het bedrijf.

Consistent met voorgaand onderzoek wordt de dummy variabele "FGP" opgenomen. De variabele staat voor family governance practices en representeert de mate van professionalisering binnen

familiebedrijven. Ze is gelijk aan 1 als het familiebedrijf een familiale charter en/of forum hanteert, en gelijk aan 0 als het familiebedrijf geen van beide gebruikt (Michiels et al., 2015).

Om het effect van socio-emotionele rijkdom (SEW) te meten op de dividenduitkering, worden 5 verschillende SEW-gerelateerde, onafhankelijke variabelen opgenomen in de regressie analyses: SEW_F, SEW_I, SEW_B, SEW_E, SEW_R. Elke variabele vertegenwoordigt een bepaalde letter van het FIBER-concept (Berrone et al., 2012; Swab et al., 2020). Initieel waren 26 SEW-variabelen beschikbaar in de dataset. Elke variabele verwees afzonderlijk naar een SEW-gerelateerde vraag. De variabelen werden systematisch toegewezen aan één van de vijf letters van het FIBER-concept. Vervolgens werd een gemiddelde berekend van de variabelen, toebehorend aan dezelfde letter. Op die manier kan het effect van de vijf dimensies van SEW afzonderlijk getest worden.

De variabelen "Procent_Familie" en "Aantal_Familie" zijn opgenomen om hypothese 4 en 5 te testen. Met behulp van het percentage van de aandelen in handen van de familie, wordt onderzocht of een groter familieaandeel een impact heeft op de dividenduitkeringen. Met behulp van het aantal familieleden dat betrokken is bij het familiebedrijf (de som van het aantal familiale CEO's, het aantal actieve aandeelhouders en het aantal passieve aandeelhouders), wordt onderzocht of de betrokkenheid van meerdere familieleden een invloed heeft op de dividenduitkeringen.

Controle variabelen

Consistent met voorgaand onderzoek, zijn enkele bedrijfsspecifieke kenmerken ingecalculeerd die van invloed kunnen zijn op het dividend payout ratio. Zo is de leeftijd van het bedrijf inbegrepen. Onderzoek suggereert namelijk dat oudere bedrijven en jongere bedrijven kunnen verschillen qua dividenduitkering (Gonzalez et al, 2014; Sharma, 2011; Yoshikawa en Rasheed, 2010).

Eveneens werd er gecontroleerd voor de grootte van bedrijven. De variabele "LnTA" is daarom opgenomen en werd berekend door het natuurlijk logaritme te nemen van het gemiddelde over 4 jaar (2015-2018) van de totale activa. Onderzoek stelt namelijk dat grotere organisaties meer dividend uitkeren (Fama en French, 2001; Sharma, 2011; Gonzalez et al., 2014). Bovendien zouden grotere bedrijven geassocieerd worden met meer professionalisme (De Kok et al, 2006).

Daarnaast zou winstgevendheid ook een rol spelen in de dividenduitkering van bedrijven. Onderzoek wijst uit dat de winstgevendheid positief gecorreleerd is met de dividend payout ratio (Gonzalez et al, 2014; DeAngelo et al, 2004; Fama en French, 2001; Sharma, 2011). Bijgevolg wordt ook gecontroleerd voor return on assets (ROA). Deze werd berekend door de deling te maken van de EBIT door de totale assets, gemiddeld berekend over 4 jaar (2015-2018).

Generatieverschillen kunnen eveneens invloed hebben op dividendbeslissingen (Blanco-Mazagatos et al., 2007). Consequent met voorgaand onderzoek wordt hiervoor gecontroleerd. Vandaar wordt een dummy-variabele, "GeneratieDummy", opgenomen die gelijk is aan 1 voor eerste generatie-familiebedrijven, en 0 voor latere generaties (Michiels, Voordeckers, Lybaert, & Steijvers, 2015).

Ten slotte wordt er rekening gehouden met de openstaande schulden van de familiebedrijven. Veel schulden hebben hoge rentekosten als gevolg en dus minder vrije cashflow voor het uitreiken van

dividenden (DeAngelo et al., 2004; Gonzalez et al., 2014; Sharma, 2011). Deze openstaande schulden variabele, "Leverage", werd bekomen door het delen van de schulden door de totale assets, gemiddeld berekend over 4 jaar (2015-2018).

Resultaten

Beschrijvende Statistieken

Tabel 1 representeert de beschrijvende statistieken van alle opgenomen variabelen, zowel in de lineaire, als de binaire regressie. De tabel is onderverdeeld in de afhankelijke variabelen, de onafhankelijke variabelen en de controle variabelen. De variabele dividendpayout toont een gemiddelde van het ratio van 39,24 met een minimum van -443,54 en een maximum van 3264,48. Het ratio kan negatief zijn wanneer dergelijke bedrijven over de gemiddelde, gemeten periode van 4 jaar verlies maken. Toch kiezen sommige bedrijven om dividenduitkeringen door te voeren met als doelstelling het niveau van dividend per aandeel gelijk te houden, deze praktijk noemt men 'dividend smoothing' (Javakhadze, Ferris & Sen, 2014).

De variabele DividendDummy_2018 vertoont een gemiddelde waarde van 0.28, wat betekent dat 28% van de familiebedrijven in de steekproef in 2018 dividend uitkeerden, terwijl 72% geen dividend uitkeerde in datzelfde jaar.

Tabel 2 representeert de correlatietabel waarin alle afhankelijke, onafhankelijke en controle variabelen worden opgenomen. Elk getal in de tabel vertegenwoordigt de sterkte van de relatie tussen twee variabelen. Hoe dichterbij het getal zich bij nul begeeft, hoe sterker de relatie. Er kan gesproken worden van een significante relatie van zodra de p-waarde kleiner is dan 0,1. Vanaf dan wordt vermelding gemaakt van "*" -teken na het getal. Een positief getal in de correlatietabel verwijst naar de positieve relatie tussen de beide variabelen in kwestie. Een negatief getal verwijst anderzijds naar een negatieve samenhang tussen de twee variabelen in kwestie.

Tabel 1:

Beschrijvende Statistieken					
	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaard Afwijking
Afhankelijke Variabelen					
DividendPayout	255	-443,54	3264,48	39,24	219,69
Dividend_Dummy_2018	255	0,00	1,00	0,28	0,45
Onafhankelijke Variabelen					
Procent_PassiefFam	255	0,00	100,00	6,92	19,38
SEW_F	255	1,00	7,00	5,11	1,15
SEW_I	255	1,00	7,00	5,94	0,99
SEW_B	255	2,17	7,00	5,49	0,76
SEW_E	255	1,17	7,00	5,05	0,92
SEW_R	255	2,00	7,00	5,44	1,11
Procent_Familie	255	6,25	100,00	97,20	11,93
Aantal_Familie	237	1,00	11,00	2,49	1,45
FGP	255	0,00	1,00	0,32	0,47
PassiefDummy	255	0,00	1,00	0,25	0,43
Controle Variabelen					
Leeftijd	255	10,00	197,00	60,69	32,42
LnTA	255	5,46	12,89	8,39	1,32
ReturnOnAssets_gem	255	-15,63	48,08	5,85	7,95
Leverage_gem	255	0,02	131,81	57,74	22,30
GeneratieDummy	255	0,00	1,00	0,13	0,34
Geldige N (listwise)	255				

Tabel 2:

Variabelen	Correlaties																
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1 DividendPayout	1																
2 Dividend_Dummy_2018	0,117	1															
3 Procent_PassiefFam	,257**	0,016	1														
4 SEW_F	-0,083	-0,102	-0,116	1													
5 SEW_I	-,178**	0,000	-0,017	,534**	1												
6 SEW_B	-0,063	,167**	-0,088	,261**	,457**	1											
7 SEW_E	-0,079	-0,016	-0,083	,383**	,550**	,430**	1										
8 SEW_R	-0,060	0,110	0,035	,359**	,587**	,483**	,458**	1									
9 Procent_Familie	0,010	-0,048	-0,025	,130*	,170**	0,004	0,094	0,083	1								
10 Aantal_Familie	0,097	0,068	,179**	0,081	0,032	0,080	,158*	,159*	,133*	1							
11 FGP	,136*	0,072	0,113	-0,028	-0,013	0,024	-0,046	0,029	0,041	0,087	1						
12 PassiefDummy	0,090	0,045	,624**	-,152*	-0,089	-0,104	-0,100	0,081	0,003	,342**	0,073	1					
13 Leeftijd	0,032	0,091	-0,082	0,058	0,078	0,093	-0,014	,137*	0,085	-0,024	-0,074	-0,028	1				
14 LnTA	0,045	,200**	0,047	-0,040	0,026	0,059	-0,061	,184**	-0,034	0,079	,303**	0,080	,131*	1			
15 ReturnOnAssets_gem	0,016	,350**	-0,024	-0,076	0,038	0,061	0,007	0,069	-0,016	0,003	-,152*	-0,020	-0,008	-0,065	1		
16 Leverage_gem	-0,058	-,174**	0,007	0,038	0,014	0,062	0,030	-0,014	0,002	0,096	-0,036	-0,039	-0,063	-0,122	-,170**	1	
17 GeneratieDummy	-0,015	-0,008	,205**	0,077	0,063	-0,019	0,051	0,069	0,091**	,223**	0,010	0,104	-,250**	0,057	0,007	0,049	1

Notities: **p<0,01; *p<0,05 (2-tailed)

Hypothesen

Hypothese 1: Familiebedrijven met een hoger percentage passieve familiale aandeelhouders hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

De relatie tussen het percentage passieve familiale aandeelhouders en de dividenduitkering werd eerst onderzocht. Hypothese 1 stelt dat familiebedrijven met een hoger percentage passieve familiale aandeelhouders geneigd zijn hogere dividenduitkeringen te doen.

De bevindingen uit de lineaire regressieanalyse (zie tabel 3) tonen een significant verband aan tussen de variabelen "Procent_PassiefFam" en "DividendPayout" (p -waarde $< 0,001$). De Beta-waarde tussen deze variabelen is 0,281, wat een positieve samenhang tussen het aandeel passieve familiale aandeelhouders en het dividendniveau binnen familiebedrijven bevestigt.

Hypothese 1 wordt derhalve aanvaard, en hieruit concluderen we dat familiebedrijven met een hoger percentage passieve familiale aandeelhouders de neiging hebben hogere dividenden uit te keren.

Zoals reeds aangehaald in de literatuurstudie, streven passieve aandeelhouders naar rendement op hun investering in het PFB. Zij prefereren dat gerealiseerde winsten worden uitgekeerd (in de vorm van dividenden) in plaats van herinvestering van de winsten. Ook om mogelijk buitensporig gebruik van winsten binnen het bedrijf te voorkomen, geven passieve aandeelhouders mogelijks de voorkeur aan dividenduitkeringen. Actieve aandeelhouders zijn allicht ook minder gesteld op het uitkeren van dividenden omdat ze mogelijks ook al loon ontvangen voor hun geleverde prestaties binnen het bedrijf.

De bevindingen zijn eveneens consistent met de agency theorie. Passieve aandeelhouders zien winsten liever uitgekeerd, actieve aandeelhouders zien winsten liever geherinvesteerd. Deze dynamiek kan aanleiding geven tot meningsverschillen en conflicten. Dividenduitkeringen fungeren als een bemiddelend instrument om harmonie te behouden tussen enerzijds actieve en anderzijds passieve aandeelhouders.

Hypothese 2: Familiebedrijven waarin family governance systemen zoals een family forum of family charter geïnstalleerd zijn, zijn geneigd om meer dividenden uit te keren.

Een hogere mate van professionalisering of governance wordt in dit onderzoek geassocieerd met de aanwezigheid van een familie forum en/of een familie charter.

De bevindingen bevestigen de hypothese. De lineaire regressieanalyse vertoont een significant verband tussen de variabelen "FGP" en "DividendPayout" (p -waarde $= 0,069$). De Beta-waarde is positief (0,121). De bevindingen suggereren dus dat de aanwezigheid van een familie forum en/of een familie charter bijdragen aan hogere dividenduitkeringen. Hypothese 2 kan bijgevolg aanvaard worden.

De resultaten benadrukken dat de mate van professionalisering en governance binnen private familiebedrijven een belangrijke rol spelen bij het bepalen van hun dividendbeleid. Een verklaring hiervoor kan zijn dat ondernemingen die zich inzetten voor gestructureerde besluitvormingsprocessen, communicatie tussen familieleden optimaliseren. Op deze manier worden de verwachtingen van aandeelhouders (o.a. omtrent dividenduitkeringen) beter gecommuniceerd en doorgevoerd.

Ook hier liggen de bevindingen in lijn met de agency theorie. Zoals in de literatuurstudie werd aangehaald, toont onderzoek aan dat het gebruik van familie governance praktijken een belangrijk mechanisme is om conflicten tussen familieaandeelhouders te vermijden of te verzachten. Door de implementatie van gestructureerde governance praktijken zoals een familie forum en een familie charter, wordt de transparantie en duidelijkheid in de besluitvorming vergroot. Dit vermindert de kans op misverstanden en conflicten, aangezien de verwachtingen en doelen van alle aandeelhouders expliciet worden gemaakt en afgestemd.

Familiebedrijven met een sterke focus op socio-emotionele rijkdom (SEW) hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen

Als derde werd de relatie tussen de socio-emotionele rijkdom (SEW) en de dividenduitkering onderzocht. In hypothese 3 onderzoeken we of familiebedrijven met een sterke focus op socio-emotionele rijkdom (SEW) lagere dividenduitkeringen doen.

De resultaten benadrukken dat socio-emotionele rijkdom binnen private familiebedrijven minstens gedeeltelijk een substantiële invloed heeft op het dividendbeleid. Zowel individuele bijdragen als sociale relaties blijken verklarende factoren te zijn bij het vormgeven van het dividenduitkeringsgedrag.

Hypothese 3.1: Familiebedrijven met een sterk verlangen om de controle te behouden, hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen.

Meer concreet wordt in hypothese 3.1 onderzocht of de aspecten met betrekking tot de “F”-dimensie van het FIBER-concept lagere dividenduitkeringen teweeg brengen. De “F”-dimensie representeert de algemene invloed en controle die familieleden uitoefenen op het bedrijf. De familie behoudt natuurlijk wijze liefst de controle over hun bedrijf. Ze opteren daarom niet graag op externe kapitaal uit angst om de controle te verliezen of te moeten afgeven. Bijgevolg is er minder kapitaal voorhanden om dividenduitkeringen te doen. In de literatuurstudie werd om die reden een negatief verband verwacht. Echter, uit de lineaire regressie analyse (zie tabel 3) blijkt geen significant verband te bestaan tussen de variabelen “SEW_F” en “DividendPayout” (p-waarde = 0,444). Hypothese 3.1 kan bijgevolg niet aanvaard worden.

Hypothese 3.2: Familiebedrijven met een sterke focus op identificatie met het familiebedrijf en de organisatiedoelen, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

In hypothese 3.2 wordt onderzocht of de aspecten met betrekking tot de “I”-dimensie van het FIBER-concept hogere dividenduitkeringen teweeg brengen. De “I” dimensie benadrukt in welke

mate familieleden zich identificeren met het familiebedrijf en de organisatiedoelstellingen. Het familiebedrijf wordt door interne en externe stakeholders vaak gezien als een verlengstuk van de familie. Een slechte reputatie van de familie kan daarom nefaste gevolgen hebben voor de reputatie van het familiebedrijf, en visa versa. Een goede relatie is dus belangrijk en een manier deze te bevorderen kan zijn de belangen van minderheidsaandeelhouders te betrekken. In de literatuurstudie werd om die reden een negatief verband verwacht. Uit de lineaire regressie analyse (zie tabel 3) blijkt ook daadwerkelijk een negatief significant verband te bestaan tussen de variabelen "SEW_F" en "DividendPayout" (p-waarde = 0.009). Echter is de Beta-waarde negatief (-0,243). Deze bevinding suggereert dat wanneer familieleden zich meer kunnen identificeren met de organisatie en zijn doelstellingen in PFB, dit zich zal uiten in lagere dividenduitkeringen. Meer concreet betekent dit dat wanneer er een sterke verbondenheid heerst, wanneer de familieleden het gevoel hebben dat hun eigen succes afhangt van het bedrijf, of wanneer familieleden trots zijn om deel uit te maken van het familiebedrijf, dan zijn dividenduitkeringen lager. Een mogelijke verklaring kan zijn dat de familie in functie van het bedrijf werkt en eigen belangen ondergeschikt acht in vergelijking met de belangen van het bedrijf. Het familiebedrijf is namelijk deel van de familie en moet ten alle tijden financieel gezond blijven. Winsten worden daarom sneller geherinvesteerd en bijgevolg zijn er minder liquide middelen vrij om dividenden uit te keren.

Hypothese 3.3: Familiebedrijven met een sterke focus op sociale relaties van het PFB, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

In hypothese 3.3 wordt onderzocht of de aspecten met betrekking tot de "B"-dimensie van het FIBER-concept hogere dividenduitkeringen teweeg brengen. Deze dimensie verwijst naar de sociale relaties van familiebedrijven. De sociale relaties binnen familiebedrijven beperking zicht niet alleen tot familieleden, maar strekken zich ook uit naar andere belanghebbenden (bijvoorbeeld niet-familiale werknemers). De gedachtegang is dat een slechte reputatie de sociale relaties en daarmee het bedrijf kan schaden. Om harmonieuze relaties te behouden, werd daarom verwacht dat PFB hogere dividenduitkeringen doen. Echter, uit de lineaire regressie analyse (zie tabel 3) blijkt geen significant verband te bestaan tussen de variabelen "SEW_B" en "DividendPayout" (p-waarde = 0,646). Sociale relaties zijn bijgevolg geen significante factor om de hoogte van dividenduitkeringen te kunnen bepalen. De hypothese kan om deze reden niet aanvaard worden.

Echter wordt er wel een significant verband bevestigd tussen "SEW_B" en de "DividendDummy" in de binaire regressie analyse (zie tabel 4) (p-waarde = 0.016). De relatie tussen beide is positief ($B = 0.663$). De significantie suggereert dat wanneer er meer waarde gehecht wordt aan sociale relaties in PFB, zal de kans op een dividenduitkering groter zijn. Meer specifiek betekent dit wanneer het familiebedrijf meer belang hecht aan zaken zoals het promoten van sociale activiteiten, het behandelen van niet-familieleden als familie binnen de organisatie, wederzijds vertrouwen, en sterke relaties met andere instellingen, dan zal dit sneller leiden tot een dividenduitkering. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat bedrijven op die manier tonen dat het de bijdrage en het welzijn van alle belanghebbenden serieus neemt. Deze cultuur van waardering en inclusiviteit motiveert medewerkers en aandeelhouders om zich meer verbonden te

voelen aan het bedrijf. Om dit gevoel van verbondenheid en loyaliteit te waarborgen, kan het bedrijf ervoor kiezen om dividenden uit te keren.

Hypothese 3.4: Familiebedrijven met een sterke emotionele binding tussen de familieleden, hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen.

In hypothese 3.4 wordt onderzocht of de aspecten met betrekking tot de “E”-dimensie van het FIBER-concept hogere dividenduitkeringen teweeg brengen. Deze dimensie representeert de rol van emoties binnen familiebedrijven en de behoefte aan cohesie, verbondenheid en veiligheid. Emoties kunnen zowel een positief als een negatief effect hebben op de werking binnen familiebedrijven. Om positieve emoties teweeg te brengen, wordt in deze dimensie ook de focus gelegd op harmonie en samenhang. Wederom werd verwacht een dat PFB geneigd zijn om dividenden uit te keren om de harmonie te behouden. Uit de lineaire regressie analyse (zie tabel 3) blijkt echter geen significant verband te bestaan tussen de variabelen “SEW_E” en “DividendPayout” (p-waarde = 0,579). De rol van emoties zijn bijgevolg geen significante factor om de hoogte van dividenduitkeringen te bepalen. De hypothese kan bijgevolg niet aanvaard worden.

Hypothese 3.5: Familiebedrijven met een sterk verlangen om het bedrijf door te geven, hebben de neiging lagere dividenduitkeringen te doen.

In hypothese 3.5, de laatste van de SEW hypothesen, wordt onderzocht of de aspecten met betrekking tot de “R”-dimensie van het FIBER-concept lagere dividenduitkeringen teweeg brengen. De dimensie steunt op de intentie om het bedrijf door te geven aan toekomstige generaties. Liefst wordt het bedrijf ook in een financieel gezonde staat overgedragen aan de volgende generatie. Bij voorkeur worden verwezenlijkt winsten daarom geherinvesteerd en blijft er minder geld over voor dividenduitkeringen. Om die reden werd daarom verwacht dat PFB lagere dividenduitkeringen doen. Uit de lineaire regressie analyse (zie tabel 3) blijkt geen significant verband te bestaan tussen de variabelen “SEW_R” en “DividendPayout” (p-waarde = 0,933). De intentie om over te dragen naar volgende generaties kan daarom niet beschouwd worden als een significante factor voor het bepalen van de hoogte van de dividenduitkering. De hypothese kan bijgevolg niet aanvaard worden.

Hypothese 4: Familiebedrijven met een groter familiaaandeel hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen,

Als vierde werd het verband getest tussen de omvang van het familiaaandeel binnen private familiebedrijven en hun neiging om hogere dividenduitkering te doen. De hypothese stelt dat private familiebedrijven met een groter familiaaandeel, een hogere dividenden uitkeren. Dit mogelijks als compensatie aan minderheidsaandeelhouders voor inefficiënte governance-mechanismen. Voor deze hypothese werd de onafhankelijke variabele “Procent_Familie” gebruikt. Echter, worden er geen significanties aangetoond tussen de variabelen “Procent_Familie” en “DividendPayout”. Hypothese 4 kan dus niet aanvaard worden. Een verklaring voor het ontbreken van een significant verband kan zijn dat familiebedrijven zeer divers zijn in hun benadering van financiële strategieën.

Sommige familiebedrijven verkiezen een dividenduitkering en andere richten zich meer op langetermijngroei en het herinvesteren van winsten. Deze variabiliteit in prioriteiten zorgt ervoor dat er geen uniforme relatie is tussen de grootte van het familieaandeel en de dividenduitkeringen. Familiebedrijven kunnen met hetzelfde familieaandeel zeer verschillende beslissingen nemen. Dit maakt het mogelijks moeilijk om een consistent en significant patroon te vinden.

Hypothese 5: Familiebedrijven met meerdere familieleden hebben de neiging hogere dividenduitkeringen te doen

Ten slotte stelt hypothese 5 dat private familiebedrijven met meerdere familieleden de neiging hebben hogere dividenduitkeringen te doen, dit mogelijks omdat er meer leden zijn die financieel ondersteund moeten worden. Echter, worden er geen significanties aangetoond tussen de variabelen "Aantal_Familie" en "DividendPayout". Bijgevolg kan hypothese 5 niet aanvaard of geverifieerd worden. Een verklaring voor het ontbreken van een significant verband kan zijn dat familieleden binnen een familiebedrijf in verschillende financiële situaties, doelen en behoeften kunnen hebben. Sommige familieleden kunnen bijvoorbeeld al voldoende financiële middelen hebben of een extern inkomen, waardoor ze minder afhankelijk zijn van dividenduitkeringen. Andere familieleden zijn mogelijks wel meer afhankelijk van dividenduitkeringen die ze ontvangen uit het PFB.

Tabel 3:

Model Samenvatting							
	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate			
	,376 ^a	0,142	0,088	217,20973			

ANOVA					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1728486,008	14	123463,286	2,617	,002 ^b
Residual	10473974,699	222	47180,066		
Total	12202460,707	236			

Coëfficiënten							
	Ongestandaardiseerde Coëfficiënten		Gestandaardiseerde Coëfficiënten	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	57,943	193,869		0,299	0,765		

Afhankelijke Variabele							
DividendPayout							
Onafhankelijke Variabelen							
Procent_PassiefFam	3,574	0,841	0,281	4,248	<0,001***	0,882	1,133
FGP	60,262	32,981	0,121	1,827	0,069*	0,887	1,128
SEW_F	11,491	14,981	0,059	0,767	0,444	0,656	1,524
SEW_I	-55,297	21,258	-0,243	-2,601	0,009***	0,444	2,251
SEW_B	10,292	22,407	0,035	0,459	0,646	0,675	1,482
SEW_E	10,972	19,761	0,044	0,555	0,579	0,605	1,654
SEW_R	-1,452	17,240	-0,007	-0,084	0,933	0,553	1,807
Procent_Familie	0,520	1,238	0,027	0,420	0,675	0,910	1,099
Aantal_Familie	6,639	10,531	0,042	0,630	0,529	0,856	1,169
Controle Variabelen							
Leeftijd	0,469	0,469	0,067	1,001	0,318	0,868	1,153
LnTA	3,394	12,317	0,019	0,276	0,783	0,852	1,173
ReturnOnAssets_gem	1,084	1,820	0,039	0,596	0,552	0,920	1,087
Leverage_gem	-0,289	0,655	-0,029	-0,441	0,659	0,920	1,087
GeneratieDummy	-38,541	46,540	-0,056	-0,828	0,408	0,831	1,203

Notities: ***p<0,01; **p<0,05; *p<0,1

Tabel 4:

Binaire Logistische Regressie						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Afhankelijke Variabele						
DividendDummy_2018						
Onafhankelijke Variabelen						
PassiefDummy	0,016	0,428	0,001	1	0,971	1,016
FGP	0,408	0,378	1,164	1	0,281	1,503
SEW_F	-0,114	0,179	0,411	1	0,521	0,892
SEW_I	-0,109	0,253	0,184	1	0,668	0,897
SEW_B	0,663	0,274	5,842	1	0,016**	1,941
SEW_E	-0,195	0,233	0,699	1	0,403	0,823
SEW_R	-0,020	0,213	0,009	1	0,926	0,981
Procent_Familie	-0,004	0,014	0,069	1	0,793	0,996
Aantal_Familie	0,107	0,120	0,794	1	0,373	1,113
Controle Variabelen						
Leeftijd	0,006	0,006	1,164	1	0,281	1,006
LnTA	0,386	0,146	6,951	1	0,008***	1,471
ReturnOnAssets_gem	0,110	0,024	20,842	1	<0,001***	1,116
Leverage_gem	-0,011	0,008	2,051	1	0,152	0,989
GeneratieDummy	0,220	0,522	0,178	1	0,673	1,247
Constant	-6,117	2,245	7,423	1	0,006***	0,002

Notities: ***p<0,01; **p<0,05; *p<0,1

Discussie en conclusie

Deze masterproef heeft onderzoek gedaan naar de invloed van familie-specifieke kenmerken op dividendbeslissingen binnen private familiebedrijven in België. Familiebedrijven vormen de ruggengraat van de Belgische economie en leveren een substantiële bijdragen aan de totale toegevoegde waarde van het land. Desondanks bleken er hiaten te zijn in de literatuur met betrekking tot de dividendbeslissingen van deze organisaties. In deze sectie wordt de reeds bestaande literatuur vergeleken met de resultaten die we hebben verkregen uit de methodologie.

De resultaten van de analyses bevestigen dat bepaalde familie-specifieke kenmerken een belangrijke rol spelen in de dividendbeslissingen van private familiebedrijven. Een van de opvallende bevindingen was de positieve, significante relatie tussen het percentage passieve familiale aandeelhouders en de hoogte van de dividenduitkeringen. Dit suggereert dat dividenduitkeringen weldegelijk een rol spelen in het milderen van de agency problemen in PFB, meer bepaald de 'intra-familial principal-principal conflicten'. De verklaring voor dit positieve verband kan, zoals de literatuur beweert, toegeschreven worden aan de passieve aandeelhouders die inderdaad mogelijks meer waarde hechten aan directe inkomsten uit dividenden en rendement op hun investering prioriteren.

Verder werd aangetoond dat bepaalde aspecten van socio-emotionele rijkdom (SEW) binnen PFB invloed kunnen hebben op dividendbeleid. Een sterke focus op de identificatie met het familiebedrijf en de organisatiedoelen, en sociale relaties van PFB blijken verklarende factoren te zijn bij het vormgeven van het dividenduitkeringsgedrag.

Tegen de verwachtingen in, tonen de bevindingen in verband met SEW aan dat wanneer familieleden zich sterk identificeren met de organisatie en zijn doelstellingen in PFB, dit gepaard gaat met lagere dividenduitkeringen. Mogelijks is dit omdat de familieleden in functie van het bedrijf werken en hun eigen belangen als ondergeschikt worden beschouwd ten opzicht van de belangen van het familiebedrijf. Financiële gezondheid van het bedrijf en herinvestering is prioriteit, en bijgevolg niet de dividenduitkering.

Bijkomend tonen de bevindingen inzake SEW aan dat wanneer PFB belang hechten aan sociale relaties, de kans op een dividenduitkering groter zal zijn. Een verklarende reden voor dit verband kan zijn dat PFB door het uitkeren van dividenden aantonen dat het de bijdrage en het welzijn van alle belanghebbenden serieus neemt, en op die manier zijn sociale relaties kan waarborgen.

Een andere belangrijke bevinding is dat een hogere mate van professionalisering en governance binnen private familiebedrijven geassocieerd wordt met hogere dividenduitkeringen. Dit suggereert dat initiatieven zoals familiale charters kunnen bijdragen aan meer gestructureerde besluitvorming en het bevorderen van communicatie tussen familieleden. Op die manier wordt een gedeelde visie gecreëerd tussen actieve en passieve aandeelhouders en worden agency problemen wederom geminimaliseerd.

Hoewel sommige hypothesen bevestigd werden door de empirische studie, werd er voor ander hypothesen geen significant verband gevonden. Dit geldt met name voor hypothesen die betrekking hadden op de omvang van het familieaandeel en het aantal familieleden in relatie tot

dividenduitkeringen. Het ontbreken van een significant verband inzake het familieaandeel kan mogelijks verklaard worden door de diverse benadering van financiële strategieën binnen PFB. Niet alle bedrijven zijn geneigd om dividenduitkeringen te doen, vele verkiezen de herinvestering van winsten. Deze variabiliteit zorgt ervoor dat er geen uniforme relatie is tussen de grootte van het familieaandeel en dividenduitkeringen. Daarnaast kunnen familieleden binnen een bedrijf verschillende financiële situaties, doelen en behoeften hebben, wat leidt tot uiteenlopende beslissingen omtrent dividenduitkeringen. Dit maakt het moeilijk om een consistent en significant verband te vinden.

De resultaten van deze masterproef hebben belangrijke implicaties voor ondernemers, beleidsmakers en investeerders. Begrijpen hoe familie-specifieke kenmerken dividendbeslissingen beïnvloeden, stelt ze in staat om beslissingen en beleid af te stemmen op unieke behoeften van betrokken familieleden. Een beter begrip hieromtrent draagt op zijn manier ook bij tot beter conflictbeheer door anticipatie op mogelijke spanningen in verband met het uitkeren van dividenden.

Deze studie opent deuren voor toekomstig onderzoek. Hoewel deze masterproef al belangrijke inzichten verschaft, zijn er nog steeds veel onbeantwoorde vragen. Verder onderzoek kan zich richten op het verder verkennen van de individuele SEW-dimensies en hun impact op dividendbeleid. Ook kan dieper worden ingegaan op de interactie tussen andere verschillende familie-specifieke kenmerken en hun cumulatieve invloed op dividendbeslissingen. Zo kunnen andere factoren onderzocht worden, zoals de aanwezigheid van een familiale oprichter in het PFB. Of de focus kan mogelijks verlegd worden naar een bepaalde generatie van PFB.

Deze masterproef biedt een bijdrage aan het begrip van dividendbeleid binnen private familiebedrijven, een onderwerp dat tot nu toe onvoldoende aandacht heeft gekregen. Door de complexiteit van familiebedrijven te belichten en te begrijpen hoe hun unieke dynamiek de besluitvorming beïnvloedt, draagt dit onderzoek bij aan een breder begrip van het dividendgedrag. De rijkdom aan inzichten die uit deze studie voortkomen, zullen hopelijk inspireren tot verdere studie en discussie binnen dit vitale gebied van onderzoek. Deze studie draagt bovendien bij aan de literatuur betreffende de heterogeniteit binnen familiebedrijven. Hoewel recenter onderzoek meer en meer erkent dat familiebedrijven een heterogene groep zijn, is de focus op private familiebedrijven nog beperkt.

Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Afsluitend, met een kritische terugblik, kunnen enkele beperkingen opgenoemd worden.

Hoewel de studie verschillende familie-specifieke kenmerken onder de loep neemt, zijn er mogelijk nog kenmerken die niet in rekening gebracht zijn. Bijvoorbeeld, aangaande de FGP-variabele worden enkel de aanwezigheid van een familie forum en een familie charter in rekening gebracht. Er zijn echter nog factoren die kunnen bijdragen aan de professionalisering van familiebedrijven. Een voorbeeld hiervan is de aanwezigheid van een raad van bestuur of advies. Een meer gedetailleerd en uitgebreider onderzoek van familie-specifieke factoren zou nog meer bijdragen aan het begrip rond dividendbeleid.

Om het onderzoek zo goed mogelijk af te bakenen, werd enkel gefocust op Belgische private familiebedrijven. Bijgevolg bevat de sample ook enkel Belgische bedrijven. Er kan om die reden niet worden gegeneraliseerd voor private familiebedrijven overal ter wereld.

Referenties

1. Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., & Chang, E. P. (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business research*, 60(10), 1030-1038.
2. Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., & Achleitner, A. K. (2010). Controlling shareholders and payout policy: Do founding families have a special "taste for dividends"?.
3. Molly, V., & Michiels, A. (2022). Dividend decisions in family businesses: A systematic review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 36(4), 992-1026.
4. Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (2015). Dividends and family governance practices in private family firms. *Small Business Economics*, 44, 299-314.
5. Michiels, A. (2012). Essays on Executive Compensation and Dividend Policy in Privately-held Family Firms.
6. González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, 27(4), 365-385.
7. Miller, D., Amore, M. D., Quarato, F., & Corbetta, G. (2022). Family ownership dispersion and dividend payout in family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 13(3), 100436.
8. Belda-Ruiz, M., Sanchez-Marin, G., & Baixauli-Soler, J. S. (2022). Influence of family-centered goals on dividend policy in family firms: A socioemotional wealth approach. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 18(4), 1503-1526.
9. Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., & Schoar, A. (2008). Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them. *Journal of financial Economics*, 88(3), 466-498.
10. Vandemaele, S., & Vancauteren, M. (2015). Nonfinancial goals, governance, and dividend payout in private family firms. *Journal of Small Business Management*, 53(1), 166-182.
11. Isakov, D., & Weisskopf, J. P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 33, 330-344.
12. Bongaerts, K. (2014). *Relatie tussen professionalisering en earnings management in de context van familiebedrijven* (Doctoral dissertation, Universiteit Hasselt).
13. Michiels, A., Uhlaner, L., & Dekker, J. (2017). The effect of family business professionalization on dividend payout. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(4), 971-990.
14. Madison, K., Holt, D. T., Kellermanns, F. W., & Ranft, A. L. (2016). Viewing family firm behavior and governance through the lens of agency and stewardship theories. *Family Business Review*, 29(1), 65-93.
15. Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R., & Heugens, P. P. (2015). What do we know about private family firms? A meta-analytical review. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 513-544.
16. 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.

17. Swab, R. G., Sherlock, C., Markin, E., & Dibrell, C. (2020). "SEW" What Do We Know and Where Do We Go? A Review of Socioemotional Wealth and a Way Forward. *Family Business Review*, 33(4), 424–445.
18. Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.
19. Debicki, B. J., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., Pearson, A. W., & Spencer, B. A. (2016). Development of a socioemotional wealth importance (SEWi) scale for family firm research. *Journal of Family Business Strategy*, 7(1), 47-57.
20. Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of business venturing*, 18(4), 473-490.
21. Motylska-Kuzma, A. (2017). The financial decisions of family businesses. *Journal of family business management*, 7(3), 351-373.
22. Arregle, J. L., Hitt, M. A., Sirmon, D. G., & Very, P. (2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of management studies*, 44(1), 73-95.
23. Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family-controlled firms care more about their stakeholders. *Entrepreneurship theory and practice*, 36(6), 1153-1173.
24. Lee, K. F. (2010). Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(4), 351-368.
25. Lipson, M. L., Maquieira, C. P., & Megginson, W. (1998). Dividend initiations and earnings surprises. *Financial Management*, 36-45.
26. Sharma, R. (2011). Stock Price Behaviour around Dividend Announcements: An Event Study Methodology. *Vilakshan: The XIMB Journal of Management*, 8(2).
27. Yoshikawa, T., & Rasheed, A. A. (2010). Family control and ownership monitoring in family-controlled firms in Japan. *Journal of Management Studies*, 47(2), 274-295.
28. Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
29. DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2004). Dividend policy, agency costs, and earned equity.
30. 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.
31. Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.
32. Javakhadze, D., Ferris, S. P., & Sen, N. (2014). An international analysis of dividend smoothing. *Journal of Corporate Finance*, 29, 200-220.
33. Stewart, A., & Hitt, M. A. (2012). Why can't a family business be more like a nonfamily business? Modes of professionalization in family firms. *Family Business Review*, 25(1), 58-86.

34. Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *the Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
35. Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of management Journal*, 55(4), 976-997.
36. Martin, G., & Gomez-Mejia, L. (2016). The relationship between socioemotional and financial wealth: Re-visiting family firm decision making. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 14(3), 215-233.
37. Deslandes, M., Fortin, A., & Landry, S. (2016). Payout differences between family and nonfamily listed firms: A socioemotional wealth perspective. *Journal of Family Business Management*, 6(1).