



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

***Het effect van SEW op dividendbeslissingen: een FIBER-dimensie perspectief op
Belgische private familiebedrijven***

Kristof Winten

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

***Het effect van SEW op dividendbeslissingen: een FIBER-dimensie perspectief op
Belgische private familiebedrijven***

Kristof Winten

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

PROMOTOR :

dr. Ellen JANSSEN

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het slotstuk van mijn opleiding Handelswetenschappen met als afstudeerrichting Accountancy, Financiering en Fiscaliteit.

De keuze voor dit onderwerp komt voort uit de wens bij te dragen aan een beter begrip van het dividendbeleid binnen de literatuur over familiebedrijven. Gezien de prominente rol van familiebedrijven in onze regio, ben ik bijzonder geïnteresseerd in het verkrijgen van diepgaande inzichten in de drijfveren achter hun beleidsbeslissingen.

In de afronding van enkele leerrijke jaren aan de universiteit heeft dit onderzoek bijgedragen aan mijn persoonlijke ontwikkeling en heeft het mij lessen geleerd die van onschatbare waarde zijn. De weg was hobbelig, met als gevolg een verloren eerste examenkans, maar ik ben vastbesloten geweest om ondanks de moeilijkheden tot een mooi resultaat te komen. Deze reis heeft me niet alleen veel geleerd over het onderwerp zelf, maar ook over mijn eigen veerkracht en vastberadenheid.

Ik wil dan ook een aantal mensen bedanken die een essentiële rol hebben gespeeld in het proces van het realiseren van deze masterproef.

Als eerste wil ik graag mijn promotor, dr. Ellen Janssen bedanken. Zij heeft mij bijgestaan gedurende het proces en gaf mij waardevolle feedback. Graag wil ik ook mijn oprechte dank uitspreken aan mijn studiebegeleider, mevrouw Melanie Hoeyberghs, voor haar voortdurende tips en beschikbaarheid wanneer ik die nodig had.

Ook wil ik mijn familie en vrienden bedanken voor de steun gedurende het hele proces. Hun aanmoediging en begrip hebben een grote rol gespeeld in mijn reis om dit academische doel te bereiken.

Ik wens u veel plezier bij het lezen van deze masterproef.

Kristof Winten

Juni 2024

Samenvatting

Het doel en onderzoekopzet

Dividendbeslissingen behoren tot de belangrijkste beslissingen die besturen en eigenaren kunnen nemen. Ze beïnvloeden de cohesie onder aandeelhouders, evenals het vermogen van het bedrijf om te groeien. In private familiebedrijven worden keuzes medegevormd door de waarde die de familie hecht aan niet-financiële belangen en voordelen die voortvloeien uit het familiebedrijf. Deze niet-financiële belangen, beter bekend als socioemotional wealth (SEW), vormen het unieke element dat familiebedrijven onderscheidt. SEW is een breed concept dat zich uitstrekt over verschillende dimensies waarbij elke dimensie een specifiek niet-financieel belang vertegenwoordigt dat bepalend is voor het dividendbeleid. In dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van de FIBER-dimensies. De F-dimensie hecht belang aan het behoud van familiale controle en invloed, de I-dimensie duidt op de persoonlijke identificatie met het bedrijf door familieleden, de B-dimensie focust op het bevorderen van sociale relaties, de E-dimensie is een weergave van de emotionele verbintenis binnen en met het familiebedrijf en de R-dimensie is gericht op het verlangen om de onderneming over te dragen aan de volgende generatie en het behoud van cultuur. Gezien de grote verscheidenheid aan belangen die invloed hebben op de beleidsvoering in familiebedrijven is het doel van deze masterproef de relatie tussen de individuele FIBER-preservatie en het bestaan van dividenduitkeringen alsook het niveau van dividenduitkeringen te bestuderen.

Voor dit onderzoek werd gebruik gemaakt van gegevens verzameld door middel van een enquête onder Belgische familiebedrijven. Er werden gegevens verzameld van 288 bedrijven, met een specifieke focus voor SEW-preservatie. Een SPSS-Probit-regressieanalyse werd uitgevoerd om de relatie tussen het bestaan van een dividenduitkering en de FIBER-preservatie te onderzoeken. Een SPSS-regressieanalyse werd uitgevoerd om de relatie tussen het niveau van een dividenduitkering en de FIBER-preservatie te onderzoeken.

Dit onderzoek biedt waardevolle inzichten in de invloed van SEW op beleidsbeslissingen binnen private familiale ondernemingen en onthult de complexe motieven achter dividenduitkeringen. Bovendien kunnen familiebedrijven dankzij deze bevindingen dividenden strategisch inzetten om hun SEW-belangen te bevorderen.

Resultaten en waarde van het onderzoek

Op basis van de empirische analyses werden voor drie dimensies en het dividendbeleid significante verbanden gevonden. Er werd een negatieve relatie vastgesteld tussen SEW(F) en het niveau van dividenduitkeringen. Ook werd een positieve relatie geconstateerd tussen SEW(B) en de kans op dividenduitkeringen. Ten slotte werd een concave relatie waargenomen tussen SEW(E) en zowel het bestaan van dividenduitkeringen als het niveau van de dividenduitkeringen. Daarentegen werden geen significante verbanden gevonden tussen de SEW(I) en het dividendbeleid, noch tussen SEW(R) en het dividendbeleid.

Dit onderzoek concludeert dat bij toenemende mate van SEW(F)-preservatie het niveau van de dividenduitkeringen daadwerkelijk afneemt in private familiale ondernemingen. Hoge waarden van SEW(F)-preservatie leiden tot het behoud van financiële middelen in de onderneming. Het behoud van middelen wordt gedreven door het verlangen om controle te behouden, de lange termijn oriëntatie, de behoefte aan financiële flexibiliteit, en de wens om externe invloeden te beperken. Zodoende kunnen bedrijven de bedrijfscontinuïteit verzekeren en het familiaal toekomstperspectief waarborgen. Er werd geen relatie waargenomen tussen de F-dimensie en het bestaan van een dividenduitkering. Gezien het breed scala aan SEW-belangen dient men rekening te houden dat de invloed van deze F-dimensie op de dividendkeuze overschaduw kan worden door de belangen vanuit de andere dimensies.

Er wordt geconcludeerd dat bedrijven met een sterke preservatie van binding social ties, SEW(B), sneller opteren een dividend uit te keren. Dit wordt verklaard door de verbeterde relaties en het vertrouwen dat familiebedrijven opbouwen met hun stakeholders door inspanningen omtrent stakeholder engagement. Sterke sociale banden bevorderen loyaliteit en tevredenheid onder klanten, leveranciers en werknemers, wat resulteert in een stabielere bedrijfsomgeving en consistentere inkomstenstromen. Dit sociaal kapitaal vormt de basis voor het bestaan van dividenduitkeringen en versterkt de langetermijnstabiliteit en continuïteit van het bedrijf, wat uiteindelijk leidt tot een solide basis voor financiële prestaties die de kans op dividenduitkeringen bevorderen. Er wordt geen positieve relatie waargenomen tussen SEW(B)-preservatie en het niveau van de dividenduitkeringen, inspanningen om SEW(B) te vervullen en sociaal kapitaal op te bouwen vergen middelen, dit ontnemt de kans op hoge dividenden.

Bovendien toont de studie een concave relatie tussen SEW(E)-preservatie en zowel het bestaan als het niveau van dividenduitkeringen. Bij lage SEW(E)-preservatie bevordert een toename in SEW(E) beiden, maar voorbij een bepaald niveau heeft toenemende SEW(E)-preservatie een negatief effect. Bij lagere niveaus van emotionele verbintenis wordt het dividendbeleid afgestemd op het voorzien van stabiele inkomsten voor familieleden om familierelaties te bevorderen. Hogere niveaus van emotionele verbintenis richten de aandacht op het beschermen van de familiale onderneming, het behouden van controle en het versterken van de robuustheid, wat resulteert in een lange termijn oriëntatie.

Voor de I-dimensie werd in geen enkele analyse empirisch bewijs gevonden voor haar invloed op de dividendkeuzes in familiebedrijven. De drijfveer achter deze dimensie is een goede bedrijfsreputatie, waardoor familieleden en medewerkers zichzelf met het bedrijf identificeren. Mogelijk worden de motieven om een dividendbeleid op basis van SEW(I) te voeren overtroffen door een sterker verlangen naar andere dimensies, tevens kan gerealiseerde verbetering in een andere dimensie ook bijdragen aan de identificatie van familieleden met het familiebedrijf, SEW(I).

De invloed van de laatste dimensie, SEW(R), blijft in deze studie onbepaald. Dit onderzoek stelt vast dat de invloed van het verlangen van de familie om het bedrijf over te dragen en de familiedynastie te waarborgen op het dividendbeleid sterk afhankelijk kan zijn van de specifieke situatie van het bedrijf. Door de distinctie te maken tussen familiebedrijven in de fase recent na een generatieoverdracht en bedrijven in de aanloop naar het overdragen, in de nabije of verre toekomst, wordt geconcludeerd dat deze groepen andere noden erkennen. De bedrijven die recent een

overdracht zijn ondergaan krijgen te maken met een gewijzigde eigendomsstructuur. Hierbij krijgen dividenden een verenigende rol tussen de belangen van alle aandeelhouders. Bovendien is het veelvoorkomend dat overnames worden gefinancierd met een gepast krediet, dividenden dragen bij aan de aflossingscapaciteit van de overnemers. Daarentegen staan de families die het bedrijf ooit wensen over te dragen, dividenduitkeringen worden geminimaliseerd om controle te behouden en een duurzame bedrijfsgroei te creëren also kan het familiebedrijf in de meest wenselijke staat worden overgedragen aan de volgende generatie.

Dit onderzoek heeft bijgedragen aan de academische literatuur over familiebedrijven. De grote heterogeniteit binnen familiebedrijven maakt het niet eenvoudig de bedrijfskeuzes eenduidig te verklaren, de gevonden inzichten van de effecten van socioemotional wealth bieden echter waardevolle aanknopingspunten. Deze bevindingen benadrukken het belang van een analytische benadering bij het bestuderen van familiebedrijven, waarbij rekening wordt gehouden met de complexiteit en veelzijdigheid van familiale prioriteiten en belangen.

Kritische beschouwing

Dit onderzoek naar het dividendbeleid in private Belgische familieondernemingen onderzoekt de impact van socioemotional wealth (SEW), maar bevat enkele beperkingen die de resultaten nuanceren. Een eerste beperking betreft de dataset, die is samengesteld uit een vragenlijst verspreid onder Belgische private familiebedrijven die al een generatieovergang hebben doorgemaakt. Hierdoor zijn SEW en dividendkeuzes van familiebedrijven in de eerste generatie niet opgenomen. Het is aannemelijk dat deze bedrijven, geleid door hun oprichters, anders omgaan met SEW-belangen en dividenduitkeringen dan bedrijven in latere generaties.

De data toont een hoge mate van familiale betrokkenheid met beperkte variatie, wat leidt tot een ceiling effect. Dit betekent dat de resultaten voorzichtig geïnterpreteerd moeten worden, vooral omdat volgens de onderzoeken van Belda-Ruiz et al. (2022), Deslandes, Fortin & Landry (2016) en Vandemaele & Vancauteran (2015) het familiaal karakter van de CEO en de familiale representativiteit in management en eigendom de relatie tussen SEW en dividendbeslissingen beïnvloeden. Bovendien weerspiegelen de antwoorden van de SEW-enquête slechts het perspectief van één individu, wat kan leiden tot persoonsgebonden bias en sociaal wenselijke antwoorden.

Een andere beperking is de beperkte integratie van bedrijfsspecifieke situaties zoals groeidoelstellingen, generatieoverdrachten, financiële voordelen en geldstromen anders dan dividenduitkeringen, en marktomstandigheden. Deze factoren kunnen het dividendbeleid en de SEW-preservatie beïnvloeden. Het opnemen van een breder scala aan financiële transacties zou een vollediger inzicht geven in hoe familieleden profiteren van eigendom in het familiebedrijf.

Een belangrijke overweging in dit onderzoek is de diversiteit van SEW. Om deze diversiteit te waarborgen, is gebruik gemaakt van de vijf FIBER-dimensies, die elk afzonderlijk zijn getest. Deze aanpak identificeert de specifieke effecten van elke dimensie. Echter, een mogelijke beperking is dat er geen rekening is gehouden met de onderlinge verbanden tussen de verschillende dimensies van SEW en de dominante dimensie waaraan de familie haar beleid afstemt. Toekomstig onderzoek zou daarom de interdimensionale dynamieken en de voorkeuren van familiebedrijven voor bepaalde

SEW-dimensies moeten verkennen om een volledig beeld te krijgen van de impact van SEW op beleidsbeslissingen in familiebedrijven.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	1
Samenvatting	2
Inhoudsopgave	6
1. Inleiding	7
2. Literatuurstudie	9
2.1 De familiale onderneming	9
2.2 Het dividendbeleid	10
2.3 Socioemotional wealth	12
2.4 Hypotheseformulering	14
3. Data en methode	21
3.1 Data	21
3.2 Variabelen	21
3.3 Methode	24
4. Resultaten	25
4.1 Beschrijvende statistiek	25
4.2 Correlatieanalyse	27
4.3 Hypothese analyse	30
5. Discussie	43
5.1 Discussie en implicaties	43
5.2 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek	47
5. Verwijzingen	50

1. Inleiding

In de dynamische wereld van het bedrijfsleven streven ondernemingen voortdurend naar één gemeenschappelijk doel: waardecreatie. Achter deze eenvoudige zin schuilt echter een diepgaande filosofie die de kern vormt van elke bedrijfsstrategie, elke beslissing en elk streven (Kammerlander, 2015). Waardecreatie vertaalt zich in niet-familiale bedrijfsorganisaties voornamelijk in economische resultaten, terwijl waardecreatie voor familiale ondernemingen ook een groot deel niet-economische belangen vertegenwoordigt (Gomez-Mejia et al., 2011). In familiebedrijven spelen niet-financiële belangen een centrale rol, waarmee ze zich onderscheiden van niet-familiebedrijven. Het behoud van familiewaarden, continuïteit en familieharmonie beïnvloeden de besluitvorming en organisatiecultuur (Swab, 2020). Deze niet-economische elementen en sociaal kapitaal hebben invloed op de financiële keuzes, waaronder het dividendbeleid, van private familiale ondernemingen (Carney, Gedajlovic & Heugens, 2015).

Dividendbeleid wordt aanschouwd als een belangrijk controlemechanisme om agency problemen te vermijden. Het uitkeren van vrije kasstromen ontnemt managers de mogelijkheden om ongunstige uitgaven en investeringen te verrichten (Jensen, 1986). Dit is een efficiënte manier in bedrijfsomgevingen waar de wensen van eigenaars en het management niet overeenstemmen. Dividenden kunnen ook gebruikt worden om de relatie tussen controlerende aandeelhouders en minderheidsaandeelhouders (of in familiebedrijven tussen de actieve en passieve familiale aandeelhouders) te ondersteunen. Onderzoekers richtten zich voornamelijk op het dividendbeleid van publieke ondernemingen en de verschillen met familiale publieke ondernemingen. Hierin bieden agency-theory-gebaseerde-studies gemengde resultaten: de één ondervindt hogere dividenduitkeringen, de andere constateert een lagere kans op dividenduitkeringen binnen familiale ondernemingen (Belda-Ruiz et al., 2022, Deslandes, Fortin & Landry, 2016, Molly & Michiels, 2022).

Molly en Michiels (2022) concludeerden dat er behoefte is aan een nieuwe benadering voor het onderzoeken van het dividendbeleid van private familieondernemingen. In deze masterproef wordt een blik geworpen op socioemotional wealth (SEW). Hoewel dit geen geheel nieuw concept is blijft het onderbelicht en biedt het veel potentieel. Het SEW-concept omvat alle niet-economische belangen van een familiebedrijf. Het SEW-construct werd in voorgaande onderzoeken reeds gebruikt om strategische bedrijfsbeslissingen te verklaren, en is volgens Berrone et al. (2012) hét uniek aspect om de verschillen tussen familiebedrijven onderling waar te nemen.

SEW-belangen, zoals beslissingsinvloed en emotionele gehechtheid, worden verondersteld veel sterker te zijn in private familiale ondernemingen. Toch ontbreekt uitgebreid onderzoek naar SEW-belangen in deze bedrijfssentiteiten. SEW-belangen zijn immers niet evident waar te nemen of te verzamelen voor onderzoekers (Debicki, et al., 2016); verschillend van cijfermatige onderzoeken zijn deze socio-emotionele waarden en rijkdom niet in de jaarlijkse cijferrapporten terug te vinden. Om deze reden bleef de invloed van SEW op het dividendbeleid in private familiale ondernemingen grotendeels onderbelicht in de academische bedrijfsliteratuur.

Door de moeilijke waarneembaarheid van SEW-preservatie werd SEW in veel onderzoeken vervangen door indirecte indicatoren, zoals maatstaven voor familiebetrokkenheid. Dit leidt tot de veronderstelling dat familiebedrijven SEW-belangen hoog in het vaandel houden (Miller & LeBreton-Miller, 2014; Deslandes, Fortin & Landry, 2016; Van Houte, 2021). Dit kan concreter door de SEW-belangen te gaan meten doormiddel van de FIBER-scale (Berrone, Cruz & Gomez-Meji, 2012). Dit maakt het mogelijk om SEW op de meest precieze manier waar te nemen en haar impact op het dividendbeleid van private familiale ondernemingen vast te stellen. SEW is een veelzijdig construct met een breed toepassingsgebied. Daarom is het zinvol om de FIBER-dimensies van Berrone et al. (2012) te gebruiken om de afzonderlijke impact van verschillende dimensies op dividendkeuzes te bestuderen. Dit is noodzakelijk gezien de grote variabiliteit binnen private familiebedrijven; deze variatie vereist onderscheid tussen verschillende dimensies. Familiebedrijven preserven SEW-belangen niet in dezelfde mate. Sterker nog, niet alle familiebedrijven hechten er evenveel belang aan of hebben evenveel verlangen naar alle aspecten van het multidimensionale SEW-construct (Gomez-Meja et al, 2011).

In dit onderzoek zal men trachten het onderscheidend vermogen van SEW ten volste te benutten. Deze masterproef zal vernieuwende inzichten zoeken in hoe de verschillende SEW-dimensies de dividendkeuzes van Belgische private familiebedrijven beïnvloeden, met als doel het gat in de kennis over dividendbeslissingen in deze ondernemingen te verkleinen.

Deze studie is opgebouwd als volgt: in sectie 2 worden de theoretische achtergrond en de hypothesen besproken. De onderzoeksmethode wordt behandeld in deel 3. Vervolgens worden de empirische resultaten gepresenteerd in sectie 4. Sectie 5 biedt een discussie van de resultaten, inclusief de conclusie, beperkingen van het onderzoek en suggesties voor toekomstig onderzoek.

2. Literatuurstudie

2.1 De familiale onderneming

In deze masterproef wordt gefocust op private familiale ondernemingen, een type bedrijf dat een essentiële rol speelt in de Belgische economie.

Het familiebedrijf, een begrip dat in de Belgische bedrijfswereld niet weg te denken is. Maar liefst 77% van alle Belgische ondernemingen wordt beschouwd als een familiale onderneming. Familiebedrijven ontstaan op een dynamische en onvoorspelbare manier, waarbij de oprichting vaak niet volgens een vast plan verloopt, maar eerder als een levendig proces dat zich ontwikkelt door unieke interacties tussen de oprichter, familie, bedrijf en omgeving. De oprichter of enkele oprichters spelen een centrale rol en creëren een flexibel en informeel werkklimaat, gericht op snelle aanpassing en leren van tegenslagen. Deze bedrijven ontstaan vaak met een paternalistische werkstijl en directief leiderschap, waarbij het bedrijfsmodel en de structuren in de vroege jaren worden verfijnd en aangepast om duurzaam succes te waarborgen (Morris, Allen, & Brannon, 2010). Het is pas in een latere fase, wanneer bloedverwanten van de oprichter zich voegen bij het bedrijf, dat men dit bedrijf zal aanschouwen als een echt familiebedrijf of familiale onderneming (Eddleston A. & Kellermans W., 2013). Ondernemers behouden graag hun aanzien als een 'ondernemend bedrijf' maar het is onvermijdelijk dat het karakter en de competitieve aard van de onderneming mee zullen evolueren na een overdracht aan de volgende generatie of een uitbreiding door meer betrokkenheid van andere familieleden (Miller, Steier, & Le Breton-Miller, 2003). De voorkeur voor het aanzien als een 'ondernemend bedrijf' komt voort uit de associatie van familiebedrijven met een gebrek aan professionalisering en nepotisme, een voorbeeld hiervan is het voorrang verlenen aan familieleden boven meer competente, niet-familiale kandidaten door familie-eigenaren in het wervingsproces (Jaskiewicz et al., 2013; Stewart & Hitt, 2011).

Desalniettemin worden familiebedrijven ook gekenmerkt door tal van positieve elementen. Voorbeelden hiervan zijn de lange termijn oriëntatie, hetgeen hen in staat stelt beslissingen te nemen die gericht zijn op continuïteit en de groei van het bedrijf op de lange termijn (Eddleston A. & Kellermans W., 2013). Familie-eigenaren staan bovendien bekend om hun sterke betrokkenheid en loyaliteit die op hun beurt bijdragen aan een positieve bedrijfscultuur en teamgeest (Peake, Davis, & Cox, 2015). Verder zijn vertrouwen en transparantie andere kenmerken die een samenwerking met een familiebedrijf ten goede komen, ze worden gekenmerkt door hun lokale verankering; dit verlaagt de kans dat familiebedrijven hun productie of activiteiten zullen verplaatsen naar bijvoorbeeld lageloonlanden (Amato, Backman, & Peltonen, 2021). Een ander vermeldingswaardig kenmerk, een financieel kenmerk, is de schuldgraad van het familiebedrijf. Familiebedrijven hanteren gewoonlijk een lagere schuldgraad. Deze wordt laag gehouden om controleverlies te vermijden en biedt daarnaast een hogere weerstand in economische malaise (Vazquez & Rocha, 2018).

Familiebedrijven wijken op belangrijke punten af van niet-familiebedrijven. De wederzijdse beïnvloeding van bedrijfsbelangen en familiebelangen verklaren deze verschillen. Enerzijds bepaalt dit de kracht en anderzijds schuilen hierachter zwaktes (Ceysens, 2008).

Dit onderzoek concentreert op de private familiale onderneming, het onderscheid met een publieke familiale onderneming schuilt voornamelijk in de toegankelijkheid van de aandelen, oftewel het eigendomsrecht. De aandelen van de private familiale ondernemingen zijn niet verhandelbaar op de beurs. Daarnaast worden er vaak richtlijnen of afspraken gemaakt voor wie de mogelijkheid krijgt om een aandeel van het familiebedrijf te verwerven en hoe groot het aandeel-eigendom mag zijn. Er werd reeds vastgesteld dat het eigendom van aandelen van een private familiale onderneming sterker geconcentreerd is dan dit bij een publieke familiale onderneming (Carny, 2015).

Bij het definiëren van een familiebedrijf botst men in de literatuur op verschillende mogelijkheden (Steiger & Hiebl, 2015). In dit onderzoek volgt men de bepaling van het GEEF of European Group of Owner Managed and Family Enterprises. Volgens GEEF is een bedrijf een familiebedrijf als:

- De meerderheid van het stemrecht, verbonden aan het eigendom, op de algemene vergadering in handen is van de oprichter of de eigenaarsfamilie.
En
- Minstens één vertegenwoordiger van de familie een actieve functie in het management of het bestuur van het bedrijf heeft.

Deze voorwaarden mogen toegepast worden op eender welk bedrijf, ongeacht de omvang. Daarenboven hoeft het eigendom niet uitdrukkelijk in handen te zijn van een natuurlijk persoon, de meerderheid mag indirect verworven zijn via een rechtspersoon of een juridische constructie (Matser, 2010).

De twee bovenvermelde voorwaarden werden bij 77% van de Belgische vennootschappen met minimaal één personeelslid voldaan (FBNBelgium, 2023). Deze ondernemingen vertegenwoordigen een derde van het Belgisch BBP, en samen voorzien ze 45% van de totale tewerkstelling in België (FBNBelgium, 2023). Het economisch belang van deze bedrijven is van grote waarde in onze maatschappij (Buysse, 2010).

2.2 Het dividendbeleid

Het dividendbeleid van een onderneming speelt een cruciale rol in het cultiveren van harmonieuze relaties tussen aandeelhouders onderling en tussen aandeelhouders en managers (Villalonga & Amit, 2010). In het bijzonder vereist het in familiebedrijven een nauwgezette afweging van de wensen van de controlerende familie, de niet-actieve familieleden en de niet-familieleden die zowel eigenaar, manager en/of bestuurder kunnen zijn (Setia-Atmaja, Tanewski & Skully, 2009). Gezien de complexe afwegingen tussen diverse belangen is het dividendbeleid vaak geen eenvoudige kwestie voor het management van een familiale onderneming.

In studies naar *company's dividend policy* komt de volgende vraag naar voren; "Why do firms pay dividends?" (Denis & Osobov, 2008). Deze vraag werd tot heden niet beantwoord met een eenduidige theorie of een model die alle relevante en significante aspecten bevat die het dividendbeleid van een onderneming verklaart. Dit gat in de literatuur rond dividendbeleid werd door Black in 1976 al

omschreven als "*the dividend puzzle*", en blijft tot de dag van vandaag toepasselijk. Baker (2002) stelt dat het mogelijk is verschillende relevante factoren te benoemen die invloed uitoefenen op de beslissing te dividenduitkering. Door een gebrek aan consensus zoekt men verder naar verklaringen voor dividendkeuzes in (familiale) ondernemingen.

In publieke ondernemingen wordt dividenduitkering vaak gebruikt als signaal om het vertrouwen van aandeelhouders te winnen en te behouden, vooral omdat deze aandeelhouders gewoonlijk niet betrokken zijn bij de dagelijkse operaties. Volgens de *signaling theory* geven hoge dividenduitkeringen een signaal van sterke bedrijfsresultaten, wat vertrouwen wekt bij aandeelhouders (Shapiro & Zhuang, 2015). Dit concept is echter minder relevant voor private familiebedrijven, waar de controlerende familie doorgaans een groot deel van het stemrecht bezit en direct betrokken is bij de bedrijfsvoering. Hierdoor is de behoefte aan dividenden als signaal van goede prestaties minder noodzakelijk.

Doch zijn er dividendtheorieën die ook toepasbaar zijn op het dividendbeleid van familiebedrijven. In de context van *free cashflow conflicts*, waarbij dividenden gebruikt worden als mechanisme om agencyproblemen te voorkomen, biedt de *agency theory* een verklaring. Deze theorie verduidelijkt hoe het dividendbeleid kan helpen bij het beheersen van agencyproblemen, zoals conflicten tussen management en eigenaren (type 1) en conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders (type 2) (Villalonga & Amit, 2006). In private familiebedrijven is het type 1 conflict vaak minder prominent aanwezig vanwege de directe betrokkenheid van de familie bij het management (Gonzalez & Guzman, 2014). Daarentegen zijn type 2 conflicten, waarbij de belangen van meerderheids- en minderheidsaandeelhouders niet altijd op één lijn liggen, toepasselijk. Miller et al. (2022) concludeerde dat dividenden binnen familiebedrijven sterker bijdrage aan de samenwerking en het vertrouwen van alle aandeelhouders dan louter het voorkomen van kapitaal uitputting, of *agencycosts*. De studie toont aan dat private familiebedrijven in tegenstelling tot publieke familiebedrijven een bescheiden dividenduitkering doorvoeren (Villalonga & Guzman, 2019).

Naast *agencyconflicts* wordt de *stewardship theory* geïntegreerd in de familiebedrijven literatuur, deze theorie stelt dat de individuele belangen van eigenaars en managers onderdanig is aan het belang van de onderneming. Hierdoor zullen de controlerende familieleden handelen als steward en de continuïteit van de familieonderneming steeds vooropstellen (Le Breton-Miller & Miller, 2009). Zodanig zullen familiebedrijven de voorkeur geven aan het herinvesteren van winsten boven het uitkeren van dividenden aan familieleden (Madison, Holt, & Kellermans, 2015; Casey & Griffin, 2020).

De *life cycle theory* stelt dat bedrijven alleen dividenden uitkeren wanneer er geen betere investeringsmogelijkheden zijn, wat kan worden geïnterpreteerd als een signaal van "*less future growth*" (Yu & Webb, 2017). Voor familiebedrijven betekent dit dat in de vroege fasen van de bedrijfsontwikkeling, wanneer de focus ligt op groei en autonome financiering, de dividenduitkeringen laag zijn. Naarmate het bedrijf wordt ontwikkeld en interne middelen groter zijn dan de investeringsmogelijkheden, worden dividenden uitgekeerd om overtollige middelen te benutten en aandeelhouders de kans te geven in andere groeimogelijkheden te investeren (DeAngelo en Stulz, 2006).

Een volgende literatuurstroom richt zich op de *family income theory*. Deze theorie stelt dat familiebedrijven dividenden uitkeren om een stabiel inkomen voor familieleden te waarborgen. Dit is wenselijk wanneer een groter deel van het familievermogen in het bedrijf is geïnvesteerd, een laag gediversifieerde investeringsportefeuille is eigen aan de eigenaren van private familiale ondernemingen (Munoz-Bullon, Bueno, & Gonzalez, 2018). Naarmate het eigendom over generaties wordt verspreid, neemt de druk toe om dividenden uit te keren, vooral wanneer niet alle familiale aandeelhouders actief betrokken zijn bij de bedrijfsvoering (Isakov & Weiskopf, 2015). Dit kan echter de groei mogelijkheden van het bedrijf beperken. Het benadrukt de noodzaak voor een evenwichtige benadering die zowel de inkomensbehoeften van familieleden als de groei mogelijkheden van het bedrijf ondersteunt, door het gebruik van *family governance practices* wordt dit evenwicht evidentier bereikt. *Family governance practices* dragen bij aan een efficiënt beslissingsbeleid met betrekking tot de dividenden en een gedeelde visie tussen familieleden over de doelstellingen van het bedrijf (Michiels, Voordeckers, Lybaert, & Steijvers, 2015).

In familiebedrijven speelt het dividendbeleid een complexe rol waarbij meerdere theorieën samenkomen. Terwijl *signaling theory* minder relevant is vanwege de directe betrokkenheid van de familie, benadrukt de *life cycle theory* het belang van strategische dividenduitkeringen om groei te ondersteunen terwijl de *agency theory* de nadruk legt op het minimaliseren van belangenconflicten waaronder het afstemmen van de eigenaarsbelangen op deze van de belangen van managers behoort. De *family income theory* benadrukt het belang van dividenden als bron van stabiel inkomen voor familieleden (Dong, Robinson & Veld, 2015).

Onderzoekers hebben dividendkeuzes binnen familiebedrijven geanalyseerd door gebruik te maken van theoretische modellen om conclusies te trekken (Gomez-Mejia et al., 2011; Berrone et al., 2012). Deze studies dragen weliswaar bij aan een beter begrip, maar de gehanteerde theorieën zijn vaak niet toereikend om het volledige spectrum van fenomenen over de familiale bedrijfscultuur te verklaren. Desondanks kan er consistentie worden gevonden binnen de resultaten als de focus ligt op specifieke kenmerken die aansluiten bij de gekozen theorie (Koropp, Grichnik, & Kellermans, 2019). Dit wijst erop dat hoewel verschillende theorieën niet noodzakelijkerwijs elkaars 'ongeldigheid' of onjuistheden aantonen, ze elk een deel van de werkelijkheid belichten zonder het hele beeld te omvatten. Elk theoretisch kader biedt een venster op bepaalde aspecten van dividendbeslissingen, maar geen enkele theorie omvat alle variabelen over het volledige spectrum.

2.3 Socioemotional wealth

Bestaande literatuur naar dividendbeslissingen in private familiale onderneming richt zich hoofdzakelijk op de eigendomsstructuren van familieondernemingen en betrokkenheid van familieleden. Dit is niet zo vreemd als men weet dat de private familiale ondernemingen getypeerd worden door een nauwe samenhang tussen eigendom en controle. Private familiebedrijven worden gedeeltelijk of volledig geleid door haar eigenaren. Hoe nauwer deze samenhang tussen controle en eigendom, hoe kleiner de kans op agency kosten en de noodzaak om deze te reduceren (Gonzalez et al., 2014; Michiels et al., 2015; Michiels, Uhlaner & Dekker, 2017).

Het gebruik van voorgaande theorieën kan steeds een stukje de dividendbeslissing verklaren maar geen enkel stelt de maat. Hiermee wordt teruggekeerd op de vraag waarmee het begon: '*Why do firms pay dividends?*'. Om deze vraag te beantwoorden werd door Belda-Ruiz et al. (2021), Molly & Michiels (2021), Gomez-Mejia et al. (2010) en Debicki et al. (2016) aangehaald dat het nodig is om een nieuwe kijk te werpen op dividendbeleid in private familiale ondernemingen door gebruik te maken van andere theoretische kaders. Gedragstheoretische kaders, die verder reiken dan de rationele economische beslissingen van een onderneming of de feitelijke betrokkenheid van de familie, bieden een goed alternatief voor de traditionele inzichten op het dividendbeleid van private familiale ondernemingen. In tal van onderzoeken die voor deze masterproef werden doorgenomen, werd benadrukt dat toekomstige onderzoekers meer aandacht zouden moeten geven aan de *familiebedrijven heterogeniteit*, de diversiteit binnen private familiebedrijven is dan ook groot. De gedragstheorie ondersteunt de heterogeniteit. Gomez-Mejia et al. (2007) ontwikkelde het theoretisch construct SEW, zijnde de voordelen die familie-eigenaren halen uit niet-economische aspecten van het bedrijf en hét uniek kenmerk dat familiebedrijven onderscheidt.

De socioemotional wealth theory (SEW) bouwt voort op het *behavioural agency theory*, BAM (Swab et al., 2020), waarbij wordt gesteld dat familiebedrijven zich inspannen om *socioemotional wealth* van de familie te behouden boven het nastreven van louter economische doelstellingen. Socioemotional wealth (SEW) in familiebedrijven verwijst naar de niet-financiële aspecten van het bedrijf die van onschatbare waarde zijn voor de familie (Gomez-Mejia et al., 2011). Dit concept benadrukt dat familiebedrijven ook gedreven zijn door de wens om de familiale identiteit te behouden en te versterken. Het behoud van socioemotional wealth is vaak net zo belangrijk, zo niet belangrijker, dan het streven naar puur financieel rendement, behalve wanneer het niet behalen van deze economische doelstellingen een directe bedreiging vormt voor de overleving van het bedrijf (Gomez-Mejia et al., 2007). Het kan een cruciale rol spelen in het lange-termijn-succes en de duurzaamheid van het familiebedrijf (Haynes et al., 2007). SEW wordt door Berrone et al. (2012) gezien als het meest essentiële aspect om familiebedrijven te onderscheiden, en daarnaast verklaart het de verschillen met niet-familiebedrijven (Wagner et al., 2015).

2.3.1 Gebruik van het SEW-construct

SEW is reeds een gevestigde term in de literatuur over familiebedrijven. Het krijgt een verklarende rol in vele bedrijfsbeslissingen. Maar SEW wordt te vaak beschouwd als een theoretisch construct, met de veronderstelling dat alle familiebedrijven SEW-belangen koesteren en ernaar streven deze te behouden. Echter, gezien de aanzienlijke variatie tussen familiebedrijven, eerder aangehaald als heterogeniteit of diversiteit, is het juist waarschijnlijk dat zij ook verschillen in de mate waarin zij belang hechten aan SEW-waarden. Zoals Berrone et al. (2012) al aangaven, prioriteren en waarderen niet alle organisaties SEW op dezelfde manier.

Socioemotional wealth (SEW) is eerder in onderzoeken naar familiebedrijven op theoretisch niveau beschouwd als een latent concept. Bij het onderzoeken naar de dividendbeslissingen van familiebedrijven in relatie tot SEW wordt vaak gebruik gemaakt van indirecte indicatoren, waarbij

andere meetbare variabelen dienen als proxies voor SEW. Potentiële proxies hiervoor zijn onder meer familiaal management, familiaal eigenaarschap en generatiefase (Belda-Ruiz et al., 2022). De gebruikte proxies duiden op de mate van familiebetrokkenheid, dit werd door Steiger, Duller & Hiebl (2015) benoemd als 'components of involvement' (COI). COI vormde een cruciaal element bij het waarborgen van hoge SEW-waarden binnen familieondernemingen. Deze betrokkenheid kan zich manifesteren op verschillende niveaus, variërend van eigendomspectief tot actieve betrokkenheid in operationele functies zoals CEO, TMT (topmanagementteam), of de Raad van Bestuur. Het geeft familieleden de mogelijkheid om invloed uit te oefenen en bij te dragen aan het behoud van SEW-waarden over verschillende dimensies. Maar deze elementen bieden geen garantie dat de desbetreffende SEW-preservatie een prioriteit is binnen het familiebedrijf.

Hoewel het gebruik van SEW als meetinstrument nog beperkt is gebleven, hebben Berrone et al. (2012) een methode geformuleerd om SEW meetbaar te maken. Het meten van SEW draagt bij aan de literatuur door verder te gaan dan de veronderstelling dat alle familiebedrijven SEW-belangen koesteren. Bovendien maakt het meten van SEW het mogelijk om familiebedrijven te onderscheiden op basis van de mate waarin zij rijk zijn aan SEW of arm zijn aan SEW. Met behulp van deze methode kunnen familiebedrijven langs een spectrum worden geplaatst. Familiebedrijven die geen sterke SEW-waarden vertonen, vertonen mogelijk gedrag dat meer in lijn is met niet-familiebedrijven (Gomez-Mejia, 2011).

2.4 Hypotheseformulering

SEW is een alomvattende benadering met een multidimensionaal karakter. Het omvat het affectief vermogen van familieaandeelhouders, inclusief het verlangen om autoriteit uit te oefenen, invloed hebben, deel hebben binnen de familieonderneming, het toewijzen van vertrouwenspersonen aan belangrijke posities, behoud van een sterke familie identiteit en het vrijwaren van de familiedynastie, etc. (Gomez-Mejia et al., 2011). Voorgaande onderzoekers hielden te weinig rekening met de verschillende dimensies binnen dit multimodaal model, gebaseerd op de familiebedrijven literatuur en basisgedragsdisciplines die hier betrekking op hebben. Berrone et al. (2012) heeft dit construct ontplooid en verdeeld in vijf voorname dimensies, deze onderverdeling is relevant omdat familiebedrijven andere SEW-belangen kunnen benadrukken. Daarom wordt verwacht dat elke dimensie de dividendkeuzes zal beïnvloeden in een richting die overeenstemt met de overtuigingen of belangen die aan die dimensie verbonden zijn. Collectief worden deze vijf dimensies vernoemd als FIBER.

2.4.1 SEW(F)

Family control and influence: De eerste dimensie wijst op de controle en invloed van familieleden. Familieleden geven de voorkeur aan controle boven strategische keuzes (Schulz, Lubatkin, & Dino, 2003). Controle kan worden uitgeoefend door sleutelposities te bekleden zoals CEO en voorzitter van de raad van bestuur. Daarnaast kan subtiele invloed worden uitgeoefend door familieleden, of personen met een familie-gunstige visie, te benoemen in functies met beslissingsinvloed of die verantwoordelijk zijn voor het aanstellen van andere invloedrijke posities (TMT). Controle wordt sterker waargenomen bij actieve familiale oprichters en dominante familiecoalities (Vandemaele & Vancauteran, 2015; Deslandes, Fortin & Landry, 2016). Het vermogen om controle uit te oefenen door familieleden vloeit voort uit een sterke eigendomspositie die binnen private familiale ondernemingen prominent aanwezig is, anderzijds wordt het ook mogelijk gemaakt door toegekende status of zelfs het persoonlijk charisma. Het is dan ook niet ongewoon dat familie-eigenaren een bredere rol invullen waarbij ze op een formele als informele manier controle en invloed hebben op de operationele en strategische werking van de onderneming (Miller et al., 2007). Binnen elke familiale onderneming is deze eerste dimensie, familiale controle en invloed, van groot belang om een familie geprefereerd beleid te voeren en om SEW te behouden (Gomez-Mejia et al., 2007).

De hoge betrokkenheid van familieleden in de bedrijfsvoering van de familieonderneming impliceert een hoge mate van SEW(F) preservatie. De resultaten uit onderzoeken geven aan dat een hoge betrokkenheid leidt tot een lagere kans op dividenduitkeringen (Belda-Ruiz et al., 2022). De negatieve relatie tussen familiebetrokkenheid en dividenduitkeringen wordt versterkt wanneer de CEO deel uitmaakt van de familie, meer nog wanneer deze CEO wordt bijgestaan door een familie gedomineerd bestuur (Vandemaele & Vancauteran, 2015; Jawade, 2021). Deze vaststellingen sluiten aan bij de argumenten die staven dat private familiale ondernemingen de voorkeur geven aan autonome of interne financiering waarbij men niet afhankelijk wordt van externe kredietleveranciers of investeerders (DeAngelo & Stulz, 2006). Doormiddel van interne financiering gepaard met hoge familiale betrokkenheid behoudt het bedrijf en met uitbreiding de familie de volledige beslissingsbevoegdheid en dichte controle, dit creëert een bedrijfsklimaat om SEW(F) verder te koesteren.

Het onderzoek van Michiels et al. (2017) toont aan dat bij hogere mate van professionalisering waarbij niet-familieleden sleutelposities bekleden de dividenduitkeringen hoger zijn. Het toewijzen van deze sleutelposities in functie van professionalisering aan niet-familieleden impliceert het uit handen geven van controle, en belet een dividendbeleid in lijn met SEW(F). Gonzalez et al. (2014) concludeert dat betrokkenheid in het management geen invloed heeft op de dividenduitkeringen maar betrokkenheid door eigenaarschap heeft dan weer wel een negatief effect op de dividenduitkeringen. Door middel van de SEW(F)-meting gaat dit onderzoek verder dan simpelweg de aanname dat hoge familiebetrokkenheid gelijkstaat aan een toename van de belangen betreffende controle behoud, SEW(F). Dit biedt een ander perspectief op de onenigheid in voorgaande onderzoeken.

Het herinvesteren van financiële winsten door de ondernemingen zal als gevolg geen dividenduitkeringen mogelijk maken of de dividenduitkering aanzienlijk laag houden (Belda-Ruiz et al., 2022). In deze contexten wordt geargumenteed dat private familiebedrijven die rijk zijn in SEW(F) minder snel over zullen gaan tot het uitkeren van dividenden, sterker nog hoe rijker in SEW(F), hoe lager het uitgekeerde dividend zal zijn. Hiervoor werden volgende hypothesen geformuleerd:

1. H(F) – DIVP: *SEW(F) intensive* familiebedrijven keren minder snel dividenden uit dan *SEW(F) low-intensive* familiebedrijven.
2. H(F) – DIVL: *SEW(F) intensive* familiebedrijven keren minder hoge dividenden uit dan *SEW(F) low-intensive* familiebedrijven.

2.4.2 SEW(I)

Family members' identification with the firm: De tweede dimensie geeft weer in welke mate familieleden zich identificeren met de onderneming. Familiebedrijven onderscheiden zich door het naadloos samensmelten van familiebelangen en bedrijfsbelangen, wat resulteert in een unieke identiteit die inherent is aan het familiebedrijfskarakter. Deze synergie tussen familiebanden en zakelijke doelen vormt de kern van hun onderscheidende kracht, de onderneming is een representatie van de familie naar andere stakeholders (Berrone et al., 2012). Gezien de nauwe samenhang van deze twee, waarbij een familieonderneming vaak de naam draagt van de oprichter, heeft dit ook invloed op de houding van haar eigenaars ten opzichte van medewerkers, stakeholders en het bedrijfsimago. De directe link die door externen wordt gelegd tussen de familie en haar bedrijf zorgt ervoor dat een familie het beeld dat ze projecteert naar deze betrokkenen ook sterk zal koesteren (Westhead & Howorth, 2006). Maatschappelijk veroordeling kan emotioneel sterk doorwegen bij de familieleden, dit zal ten alle tijden vermeden worden. Men stelt dat het verlagen naar SEW(I) zal leiden tot een hogere mate van maatschappelijk verantwoord ondernemen en uitdrukkelijke aandacht voor een positieve familiereputatie om de familie identiteit te beschermen en familiale conflicten te vermijden (Berrone et al., 2010; Andersson et al., 2018).

Om dit te bewerkstelligen, is het essentieel om sterke familiebanden te behouden, gezien de nauwe verbondenheid tussen familiebelangen en zakelijke belangen. Het tevredenstellen van zowel minderheidsaandeelhouders als passieve familieaandeelhouders is daarbij cruciaal om conflicten te vermijden (Miller D., Amore & Corbetta, 2022). Dergelijke conflicten kunnen de reputatie van de familie schaden, wat op zijn beurt directe invloed kan hebben op de bedrijfsreputatie. Bovendien hebben familiebedrijven oog voor het welzijn van alle familieleden. Bij verspreid aandeelhouderschap waarbij de onderneming te maken heeft met actieve en passieve familieleden zullen er verschillen waarneembaar zijn in persoonlijke identificatie met het familiebedrijf door al dan niet direct betrokken te zijn met de werking van het bedrijf (Swab et al., 2020). Om deze redenen wordt vaak gekozen voor een dividenduitkering om een gedeelde visie te creëren, dit is noodzakelijk bij grotere mate van aandeelhoudersspreiding (Miller D., Amore & Corbetta, 2022). Merk op dat de motieven

voor een dividendbeleid van bedrijven met een sterke familiale betrokkenheid in functie van SEW(I) haaks staan op die in functie van SEW(F). Ten voordele van SEW(F) biedt sterke familiale betrokkenheid de kans om controle te behouden met lage dividenden. Daarentegen moet er ten gunste van SEW(I) rekening worden gehouden met verschillende noden en het behoud van gezonde familierelaties door middel van hoge dividenden (Vazquez, 2016).

Bedrijven met aandacht voor SEW(I) zullen sneller overgaan tot het uitkeren van dividenden (Deslandes, Fortin & Landry, 2016). Deze voorspelling komt overeen met de inzichten over de *agency theory*. Dividenden worden gebruikt als mechanisme om conflicten tussen familiaal-aandeelhouders te vermijden in het belang van de familiereputatie. Het beschermen van de reputatie door het vrijwaren van het familiewelzijn en de familiecohesie onder deze SEW(I) context leidt tot een dividenduitkering, zelfs als dit mogelijk botst met de economische doelstelling van de onderneming (Pindado, Requejo, & De La Torre, 2012).

3. H(I) – DIVP: *SEW(I) intensive* familiebedrijven keren sneller dividenden uit dan *SEW(I) low-intensive* familiebedrijven.
4. H(I) – DIVL: *SEW(I) intensive* familiebedrijven keren hogere dividenden uit dan *SEW(I) low-intensive* familiebedrijven.

2.4.3 SEW(B)

Binding social ties: De derde dimensie van FIBER die Berrone et al. (2012) introduceren richt zich op de sociale relaties van de familieonderneming. Deze dimensie slaat op de voordelen die men uit elk sociaal netwerk kan putten. Men doelt hier op het sociaal kapitaal, vertrouwensrelaties, het gevoel van verbondenheid en solidariteit (Basly & Saunier, 2020). De sociale banden rijken verder dan de banden tussen familiale aandeelhouders onderling maar zijn ook een resultaat van langdurige samenwerkingen met gevestigde leveranciers en andere organisaties verbonden aan de familieonderneming. Mede hierdoor worden deze organisaties soms zelfs aanschouwd als deel van de familie (LeBretton-Miller & Miller, 2014). Familiebedrijven, verankerd in hechte familiebanden, koesteren sterke sociale verbondenheid in hun gemeenschap. Deze wederzijdse banden stimuleren hen om het welzijn van anderen te bevorderen, zelfs zonder direct economisch voordeel. Dit gedrag kan men plaatsen onder *proactieve stakeholder engagement*, een wijze van bedrijfsvoering waarbij rekening wordt gehouden met de invloed van bedrijfsbeslissingen op diverse belanghebbenden. (Cennamo et al., 2012). Alzo tonen de familiebedrijven hun betrokkenheid en streven naar erkenning en voldoening (Dekker & Hasso, 2016).

Het behouden en creëren van solide sociale relaties draagt bij aan de positieve bedrijfscultuur en een goede bedrijfsreputatie. Hierdoor komt de motivering voor een verwachte positieve relatie tussen de preservatie van SEW(B) en dividenduitkeringen overeen met die tussen de preservatie van SEW(I) en dividenduitkeringen.

De mogelijke invloed van deze SEW-dimensie op de dividendbeslissingen van de familieonderneming wordt verklaard door de focus op de sociale relaties tussen familiale aandeelhouders en eigenaars, evenals tussen familieleden en externe belanghebbenden. SEW(B) bouwt voort op de bevindingen van Miller et al. (2022). Zoals reeds onder SEW(I) aangegeven, zijn dividenden een effectief mechanisme om conflicten tussen passieve en actieve familieleden te vermijden. Daarnaast bevorderen ze een gezonde samenwerking met externe partners, wat de bedrijfs- en financiële stabiliteit waarborgt (Cennamo et al., 2012). SEW(B) zal de kans op dividenduitkeringen en het niveau van dividenduitkeringen bevorderen om alzo de sociale relaties te ondersteunen.

5. H(B) – DIVP: SEW(B) intensive familiebedrijven keren sneller dividenden uit dan SEW(B) low-intensive familiebedrijven.
6. H(B) – DIVL: SEW(B) intensive familiebedrijven keren hogere dividenden uit dan SEW(B) low-intensive familiebedrijven.

2.4.4 SEW(E)

Emotional attachment: De vierde dimensie van het FIBER-model of SEW heeft betrekking op de emotionele verbintenis binnen en met het familiebedrijf. In een familiale organisatie waar familierelaties domineren kent men een lange historie van gedeelde ervaringen en gebeurtenissen die de huidige werking en relaties vormgeven. De samenloop van emotionele factoren die voortvloeien uit familiebetrokkenheid met de zakelijke belangen vormen een onderscheidend kenmerk van familiale ondernemingen (Astrachan & Jaskiewicz, 2008; Kellermans & Eddelston, 2013). Familiebedrijven krijgen zoals alle ondernemingen te maken met tal van emoties. Verschillend met niet-familie ondernemingen hebben deze emoties rechtstreekse invloed op de familie, en visa versa, emoties die binnen de familie parten spelen hebben effect op het bedrijf. Dit gaat zowel over positieve als negatieve emoties. Voorbeelden van situaties die hier een rol in hebben zijn opvolging, echtscheiding, overnames, economische neergang, ziekte, geboorte etc. maar zeker ook emoties bij de dagelijkse werking waarbij broers en zussen of ouders en kinderen dienen samen te werken. In familiebedrijven vervagen de grenzen tussen familie en bedrijf, waardoor emoties de organisatie doordringen en het besluitvormingsproces beïnvloeden (Berrone et al., 2010). Emotionele gehechtheid verwijst naar de psychologische toe-eigening van het bedrijf door de familie om een positief zelfbeeld te behouden. Door sociale banden binnen en buiten het bedrijf worden bedrijven plaatsen waar behoeften aan verbondenheid en intimiteit worden bevredigd. Volgens Berrone et al. (2012) helpt deze dimensie beter te begrijpen waarom familieleden in bepaalde situaties altruïstisch richting elkaar zullen handelen en sterke vertrouwensrelaties zullen bouwen met medewerkers. Daarbij deelt het niet-familie personeel van de familieonderneming vaak diezelfde gevoelens van verbondenheid en de familie/bedrijfsidentiteit (Amato, Backman & Peltonen, 2021).

Onder deze dimensie valt het verlangen van de familie om haar verwanten, weliswaar aandeelhouders, te voorzien van een constante inkomstenstroom als ondersteuning of bijdrage aan de levenskost (Miller D., Amore & Corbetta, 2022). Dit leidt tot stabiele dividenduitkeringen.

Familieleden voorzien van stabiele inkomsten is van groot belang aangezien private familiale aandeelhouders ervoor gekend zijn een minder gediversifieerd portfolio te bezitten dan andere investeerders (Setia-Atmaja, 2017). Daarenboven zijn de aandelen van het familiebedrijf een lange termijn investering die niet verkocht kunnen worden.

Voor SEW(E)-rijke bedrijven wordt verwacht dat dividenden met regelmaat worden uitgekeerd en hoger zijn dan SEW(E)-arme bedrijven. Het dividendbeleid wordt ingezet om de emotionele verbintenis te versterken en aan de wensen van familieleden te voldoen.

7. H(E) – DIVP: SEW(E) intensive familiebedrijven keren sneller dividenden uit dan SEW(E) low-intensive familiebedrijven.
8. H(E) – DIVL: SEW(E) intensive familiebedrijven keren hogere dividenden uit dan SEW(E) low-intensive familiebedrijven.

2.4.5 SEW(R)

Renewal of family bonds to the firm through dynastic succession: Deze laatste dimensie is gericht op de intentie om de familiale ondernemingen over te dragen aan de volgende generatie. Deze generatie overschrijdende continuïteit wordt door bepaalde onderzoekers als één van de belangrijkste ondersteuning van het SEW-construct gezien (Zellweger & Astrachan, 2008; Eddleston A. & Kellermans W., 2013). Het verlangen van de leidende generatie om het bedrijf voor te bereiden op een successieplanning zorgt voor lange termijn oriëntatie op het beslissingsveld. Een familieonderneming symboliseert traditie en nalatenschap. Om deze reden zal de familiale eigenaar het bedrijf niet louter aanschouwen als een bezit dat makkelijk verkocht kan worden maar als een lange termijn familie investering. Het behouden van de familieonderneming voor latere generaties is in het merendeel van de familieonderneming een hoofddoel (Belda-Ruiz, 2022). Ondernemingen die groot belang hechten aan het overdragen en in stand houden van de familieonderneming plannen gewoonlijk veel meer op de lange termijn. Hieraan zijn enkele nadelen verbonden zoals conflicten over successie, of managers die te lang een positie invullen zonder al het potentieel te benutten door eigen belangen sterk te laten meespelen. Toch werd reeds vastgesteld dat bedrijven die graag de familie dynastie en waarden in stand houden hiermee winnen, door Sirmon en Hitt (2003) beschreven als “generational investment that creates patient capital”, het is een toewijding jegens het ontwikkelen van vaardigheden en kennis.

Het leiden van een familiebedrijf met het oog op een toekomstige overdracht in functie van successieplanning zal de besturende familieleden een lange termijn oriëntatie bieden. De huidige generatie zal het bedrijf robuust en duurzaam wil maken om de continuïteit te garanderen en een vlotte overdracht aan volgende generaties mogelijk te maken. De private familiebedrijven die veel belang hechten aan SEW(R) zullen op een lange tijdshorizon investeren (Mariotti, Marzano, & Piscitello, 2021). In private familiebedrijven waar SEW(R) sterk heerst zal men minder snel geneigd zijn dividenden uit te keren, en men veronderstelt dat deze dividenden lager zullen liggen dan bedrijven zonder het verlangen om familietradities en -waarden in de familie te behouden. Deze

argumenten liggen in lijn met SEW(F), voor overdracht dient men ook de controle in de familie te behouden, verder zijn de winsten nodig binnen het bedrijf om het bedrijf in een goede overdrachtspositie te brengen door duurzame investeringen.

9. H(R) – DIVP: SEW(R) intensive familiebedrijven keren minder snel dividenden uit dan SEW(R) low-intensive familiebedrijven.
10. H(R) – DIVL: SEW(R) intensive familiebedrijven keren minder hoge dividenden uit dan SEW(R) low-intensive familiebedrijven.

3. Data en methode

3.1 Data

Dit onderzoek berust op gegevens uit twee verschillende gegevensbronnen. De eerste gegevensbron waarvan gebruik is gemaakt is de vragenlijst "Familiale bedrijfsoverdracht in België". Deze vragenlijst vormt de primaire gegevensbron van het onderzoek omwille van de zeer specifieke bedrijfsinformatie. De deelnemende ondernemingen werden benaderd omwille van het familiale ondernemingskenmerk. Daarenboven werden enkel Vlaamse ondernemingen toegelaten om te participeren aan deze vragenronde. Na verspreiding van de vragenlijst heeft men in totaal 347 reacties mogen ontvangen, dit komt overeen met een responsratio van 34,7%. Van deze 347 individuele respondenten werden 59 cases verwijderd gezien deze gegevens niet conform de eisen van het onderzoek werden bevonden. De uiteindelijke steekproef voor dit onderzoek bestaat uit 288 respondenten.

De secundaire gegevensbron die voor dit onderzoek in beraad werd genomen is de database van Bureau Van Dijk Bel-First. Aangezien de meewerkende ondernemingen zonder anonimiteit deelnamen aan de vragenlijst kon men aan de hand van het ondernemingsnummer de correcte financiële gegevens combineren met de antwoorden uit de vragenlijst. Financiële gegevens kunnen gaan over de bedrijfsgrootte, uitgekeerde dividenden en andere financiële ratio's dewelke de controle variabelen van dit onderzoek zullen helpen vormgeven.

3.2 Variabelen

3.2.1 Afhankelijke variabelen

Er worden twee afhankelijke variabelen aangesteld om het dividendbeleid te meten. De eerste afhankelijke variabele van dit onderzoek is de keuze om een dividend uit te keren, *DIVP – Dividend Payment*. Hiervoor wordt een dummy variabele gebruikt, deze krijgt de waarde 1 als het bedrijf besluit een dividend uit te keren en 0 als het bedrijf geen dividenden uitkeert. Er wordt een dividenduitkering vastgesteld wanneer het gemiddelde dividend van 2016 tot 2018 groter is dan 0 (Deslandes, Fortin & Landry, 2016; Michiels et al., 2015; Belda-Ruiz et al., 2022).

De tweede afhankelijke variabele van dit onderzoek is het niveau van de dividenduitkering of het level van de uitkering, *DIVL – Dividend Level*. Deze variabele wordt vastgesteld door de verhouding dividenduitkering ten opzichte van de totale activa. *DIVL* wordt bekomen door het gemiddelde van de jaarlijkse dividendratio's van de jaren 2016, 2017 en 2018. Een gemiddelde dividendberekening krijgt de voorkeur boven het dividend van één jaar. Dit vermijdt een vertekend beeld waarbij een dividend is beïnvloed door een uitzonderlijke winst of verlies in één specifiek jaar (Michiels et al.,

2015; Vandemaele & Vancauteren, 2015; Belda-Ruiz et al., 2022). Tevens wordt het gebruik van een gemiddeld dividend doorheen verschillende jaren gerechtvaardigd in een onderzoek naar SEW door de aard van SEW zelf. SEW-waarden worden geleidelijk vervaardigd en blijven stabiel, ze worden niet verwacht jaar na jaar te wijzigen (Belda-Ruiz et al., 2021; Debicki et al., 2016).

3.2.2 Onafhankelijke variabele

De basis voor de onafhankelijke variabelen in dit onderzoek is *socioemotional wealth* of SEW. Dit multimodaal model werd volgens de bepaling van Berrone gesplitst in 5 dimensies, en is daarmee het meest erkend model om SEW in detail te bekijken. Elke dimensie vormt een afzonderlijke variabele. In dit onderzoek wordt per dimensie de impact op het dividendbeleid geanalyseerd. Dit neemt niet weg dat de dimensies onderling gerelateerd kunnen zijn. Hieromtrent is nog onvoldoende onderzoek verricht om die overweging in dit onderzoek op te nemen. Tevens schuilt het doel van dit onderzoek achter de wens om een diepgaand inzicht te verkrijgen in de individuele invloed van elke dimensie op het dividendbeleid van familiebedrijven (Brigham & Payne, 2019).

Elke respondent zal na meting op een spectrum geplaatst worden, van dit spectrum zal afgeleid worden als de ondernemingen een bepaalde SEW-dimensie sterk preserven of eerder weinig waarde aan toe belangen. Aan de basis van deze test ligt de originele 26-item Likert-schaal van Berrone et al. (2012). In dit onderzoek wordt voor elke SEW-dimensie het gemiddelde van de verschillende vragen, onder de desbetreffende dimensie, berekend. De stellingen die gebruikt werden in de vragenlijst zijn een nauwkeurige vertaling van de origineel geformuleerde stellingen van Berrone et al. (2012).

3.2.3 Controlevariabelen

Het dividendbeleid van een familiebedrijf wordt niet alleen gevormd door de SEW-preservatie per dimensie, maar wordt ook beïnvloed door diverse andere factoren. In het volgende gedeelte wordt een overzicht gegeven van de bedrijfs- en prestatiekenmerken die in dit onderzoek in zijn meegenomen.

Return On Assets: Een eerste controlevariabele is gericht op de financiële prestaties van de ondernemingen, hogere winsten worden positief geassocieerd met de kans op dividenduitkering. De financiële prestaties van de ondernemingen worden bekeken aan de hand van de *Return on Assets* ratio. Deze ratio wordt berekend door het resultaat na belastingen gedeeld door de totale activa. Ook hier werd geopteerd voor een gemiddelde van 2016 tot 2018.

Firm size: Grotere bedrijven zullen sneller dividenden uitkeren, hiervoor zijn verschillende verklaringen. Grote bedrijven worden verwacht hogere dividenden uit te keren omwille van een latere levensfase waarin ze zich bevinden, door de verhoogde publieke aandacht of een groter aantal

belanghebbende en aandeelhouders (Vandemaele & Vancauteren, 2015). Firmsize wordt gemeten door de natuurlijke logaritme van de activa (Gonzalez et al., 2014; Michiels et al., 2015).

Firmage: De leeftijd van de onderneming is gelijk aan jaren van oprichting tot heden. Deze controlevariabele wordt opgenomen omdat er wordt verwacht dat oudere ondernemingen hogere dividenduitkeringen zullen doorvoeren, dit is in lijn met de *life cycle theory* die duidt op een groot kanspakket in de beginjaren maar verminderde opportuniteiten en hogere opbrengsten na jaren ondernemerschap.

Leverage: De schuldgraad wordt gecontroleerd door de verhouding van vreemd vermogen ten opzichte van het totaal vermogen. Vreemd vermogen werd bekomen door de optelling van kortlopende- en langlopende schulden, daarenboven werd zoals eerder gemotiveerd een gemiddelde van 2016 tot 2018 gebruikt. Een hoge schuldgraad zal de kans op- en het niveau van dividenduitkeringen verkleinen, omdat alle beschikbare middelen nodig worden geacht voor schuld- en rentebetalingen en voor operationele activiteiten. Prioriteit geven aan dit aspect zal op lange termijn de financiële positie versterken en toekomstige financieringen veiligstellen, omdat een gezonde schuldgraad daarvoor essentieel is (Faccio, Lang & Young, 2001).

Cash: Hoge kasposities kunnen leiden tot een hogere kans op dividenden. De beschikbaarheid van middelen voorkomt dat dividenduitkeringen de operationele activiteiten zullen beïnvloeden, het biedt de bedrijven flexibiliteit in hun keuze om mogelijks zelfs voor een hogere dividenduitkering te opteren (Jensen & Meckling, 2019). Daarnaast wordt het behoud van ongebruikte middelen in de onderneming door aandeelhouders afgekeurd en is het uitkeren een logische beslissing om alle belangen op één lijn te houden. Cash wordt berekend als het totaal van liquide middelen en korte termijn vorderingen in verhouding tot het totaal van de activa. Voor deze meting zijn gemiddelde waarden over de periode 2016 tot 2018 gebruikt.

Generatie in het bezit van het eigendom: De generatie in het bezit van het eigendom krijgt de waarde van de laatste generatie die deel uitmaakt van het eigendom. Deze variabele wordt opgenomen omdat latere generaties minder belang blijken te hechten aan SEW-waarden dan de eerste generatie (Barrena-Martinez et al., 2017). Dit heeft mogelijks een rechtstreeks effect op de keuze voor dividenduitkeringen (Vandemaele & Vancauteren, 2015; Isakov & Weiskopf, 2015). Uit onderzoek blijkt dat dividenden toenemen na een aandelenoverdracht, de toename volgt door een hogere complexiteit van de aandeelhoudersstructuur waarbij alle familieleden eigen behoeften hebben. Naast de complexiteit van de aandeelhoudersstructuur kan de noodzaak om de overname af te betalen een andere oorzaak van de toename in dividenden zijn (Janssen, Vandemaele, & Voordeckers, 2022).

Familiaal CEO: Een familiaal CEO wordt sterk geassocieerd met een bescheiden dividendbeleid, een familiaal CEO heeft namelijk sterke invloed op de bedrijfskeuzes. Als deel van de familie is hij geneigd een beleid te voeren waarbij de familiecontrole niet in het gedrang komt (Belda-Ruiz et al., 2022). Deze wordt vastgesteld door de dummy variabele, *FamCEO*, en krijgt de waarde 1 als de CEO deel uitmaakt van de familie en de waarde 0 als het bedrijf wordt geleid door een extern CEO.

Familiaal eigendom: Het familiaal eigendom toont hoeveel procent van het eigendom van de familiebedrijven in bezit is van de familie of familieleden. Een hoge ratio zal ervoor zorgen dat de

familie-eigenaars sterk staan om de familiale belangen te vertegenwoordigen in het bedrijf, om also het dividendbeleid te hanteren dat in lijn ligt met de SEW-belangen (Debicki et al., 2016).

Familie-gedomineerd management: Deze controlevariabele werpt een blik op de familiebetrokkenheid in het management. Er wordt een ratio berekend, deze plaats het aantal familiaal managers tegenover het totaal aantal managers, een hoge ratio betekent sterke familiebetrokkenheid in het management oftewel een familie gedomineerd management (Amato, Backman, & Peltonen, 2021). Deze ratio zal invloed uitoefenen op het dividendbeleid naargelang de SEW-preservatie binnen het bedrijf, hoge familiale aanwezigheid in het management biedt de mogelijkheid de SEW-belangen door te voeren in het bedrijfsbeleid (Vandemaele & Vancauteren, 2015).

Aantal aandeelhouders: Deze variabele duidt op het totaal van individuele personen of entiteiten die een aandeel van het familiebedrijf bezitten. Verhoogde aandeelhoudersspreiding brengt hogere dividenden te weeg, meer eigenaars brengen verschillende belangen aan tafel (Miller & Amore, 2022).

3.3 Methode

De statistische analyses die op de data werden toegepast werden uitgevoerd met behulp van het statistisch programma SPSS. Een Probit regressie werd gebruikt om de relatie tussen 'het bestaan van een dividend' en de FIBER-preservatie te analyseren, gericht op hypothesen 1, 3, 5, 7 en 9. Vervolgens werd een lineaire regressie gebruikt om de relatie tussen 'het niveau van de dividenduitkering' en de FIBER-preservatie te analyseren, gericht op hypothesen 2, 4, 6, 8 en 10.

4. Resultaten

4.1 Beschrijvende statistiek

Tabel 1 geeft de beschrijvende statistiek weer voor de relevante variabelen, zijnde de afhankelijke variabelen, de onafhankelijke variabelen en de controlevariabelen. De tabel biedt een overzicht van de volgende aspecten: het minimum, het maximum, het gemiddelde en de standaarddeviatie.

Uit de data kan geconcludeerd worden dat 34,38% (*DIVP*) van de 288 bevraagde familieondernemingen over gaat tot het uitkeren van dividenden. Gemiddeld stemt de dividenduitkering overeen met 1,782% (*DIVL*) van de totale activa van de ondernemingen. Hierbij dient opgemerkt te worden dat dit cijfer sterk wordt beïnvloed door een groot aantal cases, de niet-dividend-betalende familiebedrijven. Wanneer de focus uitsluitend wordt gelegd op dividendbetalers bedraagt het gemiddeld dividend 4,988% van de totale activa.

De waargenomen SEW-waarden zijn voor alle dimensies gemiddeld hoger dan vijf. De variabele SEW(F) heeft een gemiddelde waarde van 5,117. In deze context van familieondernemingen betekent dit dat de respondent voor de 5 stellingen gericht op SEW(F) vindt dat het bedrijf in hoge mate SEW(F) preserveert, wetende dat een score '7' betekent dat de respondent "helemaal eens" antwoordde op elke stelling. Respectievelijk waren de scores voor SEW(I) met een gemiddelde waarde van 5,859, voor SEW(B) met een gemiddelde waarde van 5,788, voor SEW(E) met een gemiddelde waarde van 5,025 en voor SEW(R) met een gemiddelde waarde van 5,445.

De gemiddelde winstgevendheid, gemeten als *return on assets*, bedraagt 3,38%. Familiebedrijven hanteren gemiddeld een schuldgraad van 58,34% en houden een kaspositie aan van 15,68% ten opzichte van de totale activa. Van de 288 familiebedrijven in deze steekproef wordt 95% geleid door een familiaal CEO, terwijl het management gemiddeld voor 65,07% uit familieleden bestaat. Maar liefst 98,23% van de aandelen is in handen van familie, wat de focus op private familiale ondernemingen benadrukt.

Men concludeert dat de familiebedrijven gemiddeld 60,86 jaar oud zijn, daarbij wordt het volgende vastgesteld, het eigendom van de familiale ondernemingen bevindt zich over het algemeen in de 2,78^{ste} generatie, oftewel bijna derde generatie.

Tabel 1. Beschrijvende statistiek

<i>N=288</i>	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
DIVP	,00	1,00	,3438	,4757
DIVL	,00	,296	0,0178	,0424
SEW(F)	1,00	7,00	5,1479	1,1658
SEW(I)	1,00	7,00	5,8698	,9970
SEW(B)	2,40	7,00	5,5042	,7584
SEW(E)	1,17	7,00	5,0422	,9802
SEW(R)	1,00	7,00	5,4497	1,1368
<i>Controle variabelen:</i>				
ROA	-0,282	,442	,0388	,0649
FirmSize	5,25	12,91	8,2650	1,3896
FirmAge	10	199	60,8646	33,8261
Leverage	,00	1,49	,5834	,2267
Cash	,00	,836	,1568	,1472
Generatie in eigendom	1	7	2,78	1,093
Familiaal CEO	0	1	,95	,223
% fam. Eigendom	32	100,00	98,2396	8,6521
% fam. TMT	,00	1,00	,6507	,3305
Aantal aandeelhouders	1	8	2,43	1,219

4.2 Correlatieanalyse

In de volgende tabel worden de resultaten van de correlatieanalyse getoond. Met deze test wordt de onderlinge samenhang tussen verschillende variabelen gecontroleerd. Er werd gebruik gemaakt van de Pearson Correlatiecoëfficiënt (r). De correlatieanalyse bevat de afhankelijke variabelen: *Dividend Payment (DIVP)* en *Dividend Level (DIVL)*, de onafhankelijke variabelen: *SEW(dimensies)* en de controle variabelen.

De correlatiematrix wordt ingezet om de lineaire verbanden tussen de verschillende variabelen te visualiseren. De coëfficiënten die deze relaties weergeven, bevinden zich altijd binnen het bereik van -1 tot 1. Een coëfficiënt van 1 indiceert een perfect positief lineair verband tussen twee variabelen, terwijl een waarde van -1 wijst op een perfect negatief lineair verband. Indien er geen verband bestaat tussen twee variabelen, zou de correlatiecoëfficiënt 0 zijn. Om te onderzoeken of deze verbanden statistisch significant zijn, worden de P-waarden geëvalueerd (Van Heijst, 2022).

De hoogst waargenomen correlatie doet zich voor tussen *Generatie in eigendom* en *FirmAge*, deze correlatie heeft een waarde van 0.665 en is daarmee uiterst significant. Deze samenhang volgt de logica, naarmate een onderneming ouder wordt worden volgende generaties betrokken en zal het eigendom worden overgedragen. Andere significante correlaties die worden teruggevonden zijn deze tussen de afhankelijke variabelen, *DIVP* en *DIVL*, en enkele financiële bedrijfskenmerken. De correlatiecoëfficiënt tussen *ROA* en *DIVP* bedraagt 0,350 en tussen *ROA* en *DIVL* bedraagt 0,539. Deze positieve correlatie betekent dat goed presterende familiebedrijven sneller zouden overgaan tot het uitkeren van dividenden en daarbij ook opteren voor hogere dividenden. Daarnaast wordt een hoge correlatie (0,456) waargenomen tussen *ROA* en *Cash*, dit wil niet meer of minder zeggen dan dat een hoge *ROA* samengaat met hogere beschikbare kasmiddelen.

In het belang van deze masterproef gaat de interesse naar de samenhang tussen *DIVL* en *DIVP* met de onafhankelijke variabele *SEW(dimensie)*. Hier worden enkele significante correlaties waargenomen. Een eerste bevinding is de negatieve correlatie tussen *SEW(F)* en *DIVL* met een waarde van -,016 en tussen *SEW(F)* en *DIVP* met een waarde van -0,119. Dit betekent dat familieondernemingen met een hoge preservatie van *SEW(F)* geassocieerd worden met een lager dividendniveau en met een lagere kans op dividenduitkering. Verder wordt een positief significante correlatie waargenomen tussen *SEW(B)* en de kans op dividenduitkeringen (*DIVP*), de waarde van deze coëfficiënt is 0,155. Hoge *SEW(B)* preservatie wordt positief geassocieerd met een grotere kans op dividenduitkeringen.

De correlatiematrix toont een negatieve samenhang tussen *% Fam. in management* en de kans op dividenduitkering (*DIVP*), tevens is deze controle variabele ook positief significant gecorreleerd met enkele SEW-dimensies. De desbetreffende SEW-dimensies zijn *SEW(F)*, *SEW(I)* en *SEW(E)*.

FirmSize is sterk negatief gecorreleerd met *% Fam. in management* (-0,554) en *Familiaal CEO* (-0,324), dit is niet onlogisch en in lijn met eerdere onderzoeken die stellen dat dat naarmate een bedrijf groeit de noodzaak om te professionaliseren toeneemt. Een van de kenmerken die hand in hand gaat met professionaliseren is het aantrekken van externe kennis (niet-familieleden).

Tabel 2: Correlatiematrix

Variabele	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 DIVP	1															
2 DIVL	,580***	1														
3 SEW(F)	-,116**	-,119**	1													
4 SEW(I)	-,009	,013	,513***	1												
5 SEW(B)	,155***	,052	,218***	,454***	1											
6 SEW(E)	-,059	,001	,410***	,542***	,371***	1										
7 SEW(R)	,019	,042	,345***	,565***	,441***	,440***	1									
8 ROA	,350***	,539***	-,027	,063	,066	,078	,053	1								
9 FirmSize	,281***	,093	-,033	,006	,052	-,066	,163***	,036	1							
10 FirmAge	,027	,103*	,065	,090	,072	-,021	,132**	-,002	,109*	1						
11 Leverage	-,128**	-,091	,012	,031	,046	,004	-,020	-,254***	-,125**	,012	1					
12 Cash	,200***	,265***	,041	,072	-0,10	,080	,056	,456***	-,139**	-,024	-,417***	1				
13 Generatie in eigendom	,002	,060	,023	,038	,036	-,032	,079	,013	-,039	,665***	,016	,037	1			
14 Familiaal CEO	-,094	-,028	,019	-,059	-,059	,002	-,083	,063	-,324***	-,139**	-,086	,134**	-,061	1		
15 % fam. eigendom	-,074	-,081	,099*	,103	-,018	,060	,090	-,040	-,013	,088	,009	,032	,041	-,028	1	
16 % fam. management	-,195***	-,019	,271***	,126**	-,002	,217***	-,015	,056	-,554***	,001	,031	,174***	,062	,199***	,097	1
17 Aantal aandeelhouders	,034	,098*	,113*	-,001	,092	,107*	,135**	,005	,233***	-,018	,007	-,101*	-,051	-,110*	-,119**	,070

*correlatie significant op basis van $p < 0,10$ (tweezijdig), ** correlatie significant op basis van $p < 0,05$ (tweezijdig), *** correlatie significant op basis van $p < 0,01$ (tweezijdig)

4.2.1 Multicollineariteit

Significante correlatiecoëfficiënten alleen bieden onvoldoende kracht vandaar dat er verder wordt gecontroleerd op multicollineariteit, dit doet zich voor als er een sterk lineair verband tussen de variabelen is. Dit zou ertoe kunnen leiden dat regressiecoëfficiënten slecht worden geschat in het regressiemodel, doordat de variantie van de schatter wordt beïnvloed door de aanwezigheid van multicollineariteit. Ze wordt vastgesteld aan de hand van de Variance Inflation Factor (*VIF*). Hoe hoger de *VIF*-waarde hoe sterker die variabele gecorreleerd is met andere variabelen.

Alle correlaties vallen binnen de aanvaardbare grens, er doet zich geen extreme multicollineariteit voor. De gebruikelijke grenswaarde voor de *VIF*-index van 5 wordt gehanteerd, indien de *VIF*-waarde van een variabele deze grens overschrijdt kunnen we stellen dat een problematische graad van multicollineariteit is (M. O'Brien, 2007).

Tabel 3: Variance Inflation Factor

Variabelen	VIF
SEW(F)	1,531
SEW(I)	2,136
SEW(B)	1,401
SEW(E)	1,624
SEW(R)	1,735
ROA	1.313
FirmSize	1.887
FirmAge	1,910
Leverage	1.288
Cash	1.565
Generatie in eigendom	1,848
Familiaal CEO	1.165
% in fam. eigendom	1.063
% familieleden in management	1.770
Aantal aandeelhouders	1.216

Afhankelijke variabele = DIVP & DIVL

4.3 Hypothese analyse

Om de hypothesen empirisch te onderbouwen werden enkele regressies toegepast. In deze analyses wordt in lijn met de opgestelde hypothesen de relatie tussen het “bestaan van de dividenduitkering” en de “SEW-intensiteit per dimensie” geanalyseerd aan de hand van een Probit regressie. Terwijl de relatie tussen het “niveau van de dividenduitkering” en de “SEW-intensiteit per dimensie” wordt bestudeerd aan de hand van een lineaire regressie.

4.3.1 Probit regressieanalyse DIVP

Hieronder wordt in lijn met hypothese 1, 3, 5, 7 en 9 de relatie tussen “het bestaan van de dividenduitkering (1/0)” en “SEW-intensiteit” bekeken. Tabel 4 geeft de resultaten van de Probit regressievergelijking van de boven vermelde hypothesen. Er werd voor een Probit-test geopteerd omdat de afhankelijke variabele, DIVP, een dichotome variabele is. Deze variabele krijgt de waarde 1 voor dividendbetalers en de waarde 0 voor niet-betalers. In de regressie werd steeds rekening gehouden met een aantal controlevariabelen. $SEW(FIBER)$ functioneert als de onafhankelijke variabelen terwijl DIVP de output waarde is. Het volgende Probit regressiemodel werd gebruikt:

$$P(DIVP=1|X) = \Phi (\beta_0 + \beta_1 \cdot SEW(F) + \beta_2 \cdot SEW(I) + \beta_3 \cdot SEW(B) + \beta_4 \cdot SEW(E) + \beta_5 \cdot SEW(R) + \delta Controls + \varepsilon)$$

Uit de resultaten van tabel 4 blijkt dat het geschatte model significant is. Er wordt een Chi-Square van 83,041 waargenomen, de bijhorende p-waarde is kleiner dan .001. Hiermee is de modelprestatie voldoende hoog, er wordt geconcludeerd dat de verklarende variabelen significante invloed hebben op het bepalen van DIVP.

Slechts enkele coëfficiënten hebben een significant effect op de kans om een dividend uit te keren. Ten eerste valt daaronder één van de FIBER dimensies met een significante invloed op de kans een dividend uit te keren. Er wordt in lijn met hypothese 5 een negatieve relatie waargenomen tussen $SEW(B)$ -preservatie en de kans op een dividenduitkering, deze bevinding is significant tot op 1%. De relatie impliceert dat familiebedrijven die $SEW(B)$ sterk preserveren sneller opteren voor een dividenduitkering. Ten tweede worden er sterke positieve relaties gevonden tussen de ROA en DIVP, Cash en DIVP, en FirmSize en DIVP. Dit stemt overeen met de bevindingen van Denis en Osobov (2008), grotere en winstgevendere bedrijven keren sneller dividenden uit.

Voor de andere vier, $FI(B)ER$, dimensies werden geen lineaire relaties gevonden met het bestaan van een dividenduitkering.

Tabel 4 – Probit regressie DIVP

		N	Procent
Afhankelijke variabele: DIVP	0	189	65,5%
	1	99	34,4%
	Totaal	288	100%

Omnibus Test	Likelihood Ratio Chi-Square	83,041
	Df	15
	P-waarde	<0,001

Parameter	Coëfficiënt (B)	Std. Error	Wald Chi-Square	P-waarde
Intercept	-2,814	1,5248	3,406	,065*
SEW(F)	-,089	,0910	,956	,326
SEW(I)	-,019	,1283	,022	,881
SEW(B)	,433	,1370	9,990	,002***
SEW(E)	-,127	,1113	1,306	,253
SEW(R)	-,106	,1034	1,059	,304
ROA	7,128	1,5550	21,369	<,001***
FirmSize	,301	,0853	12,481	<,001***
FirmAge	-,001	,0035	,045	,832
Leverage	,007	,4347	,000	,986
Cash	1,416	,6870	4,249	,039**
Generatie in eigendom	,014	,1038	,018	,892
Fam. CEO	-,219	,3862	,321	,571
% Fam. eigendom	-,009	,0099	,833	,361
% Fam. in management	-,232	,3405	,465	,495
Aantal Aandeelhouders	-,016	,0777	,044	,835

*Significant tot 10%, **Significant tot 5%, ***Significant tot 1%

4.3.2 Regressieanalyse DIVL

Volgende analyse focust op het niveau van de dividenduitkering, deze analyse gaat dieper in op de 2^{de} hypothese die voor elke dimensie werd opgesteld, namelijk hypothese 2, 4, 6, 8 en 10. Hierin wordt de relatie tussen DIVL en de vijf SEW-dimensies bekeken, waarbij rekening werd gehouden met de verschillende controle variabelen. Om dit effect waar te nemen werd het volgende regressiemodel gebruikt:

$$\text{Dividend Level} = a + \beta_1 \text{SEW}(F) + \beta_2 \text{SEW}(I) + \beta_3 \text{SEW}(B) + \beta_4 \text{SEW}(E) + \beta_5 \text{SEW}(R) + \delta \text{Controls} + \varepsilon$$

Uit de resultaten van tabel 5 blijkt dat het geschatte model significant is, de p-waarde is kleiner dan 0,001. De model performance is dus voldoende hoog en presteert significant in het voorspellen van de afhankelijke variabele, DIVL. Doch blijkt dat slechts enkele variabelen individueel significante invloed hebben op het niveau van de dividenduitkering. In lijn met hypothese 2 van SEW(F) kan worden vastgesteld dat een sterke preservatie van familiale controle, SEW(F), het level van dividenduitkering in negatieve zin beïnvloedt, met andere woorden, sterke SEW(F) preservatie verlaagt het dividendniveau. Voor de andere SEW-dimensies, SEW(I, B, E,R), werden geen significante p-waarde vastgesteld. Hierdoor kan men de opgestelde hypothesen (H4, H6, H8, H10) noch aannemen, noch verwerpen door een tekort aan bewijs.

Daarenboven zijn er drie controle-variabele die het niveau van dividenduitkering significant mee bepalen, ROA is een positieve voorspeller van het dividendniveau. Ten tweede neemt het niveau van de dividenduitkeringen toe naarmate een onderneming ouder wordt, FirmAge is significant op het 10%-niveau. En het aantal aandeelhouders beïnvloedt het niveau van de dividenduitkering, naarmate meer aandeelhouders hun eigen belangen kunnen vertegenwoordigen zullen dividenden toenemen. Het aantal aandeelhouders is significant tot op 5%.

Tabel 5 - Regressieanalyse DIVL

Lineaire regressie	Aantal observaties	288		
	F-waarde	9,315		
	R-kwadraat	,339		
	p-waarde	<,001		

DIVL				
	Coëfficiënt	Std. Error coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	,009	,038	,249	,803
SEW(F)	-,005	,002	-2,262	,024**
SEW(I)	,002	,003	,526	,599
SEW(B)	,001	,003	,177	,859
SEW(E)	-,001	,003	-,334	,739
SEW(R)	,001	,002	,147	,883
ROA	,332	,037	8,971	<,001***
FirmSize	,002	,002	,654	,513
FirmAge	,000	,000	1,824	,069*
Leverage	,015	,011	1,449	,146
Cash	,028	,018	1,576	,116
Generatie in eigendom	-,001	,003	-,387	,699
Familiaal CEO	-,005	,010	-,354	,723
% Fam. eigendom	,000	,000	-1,018	,310
% Familieleden in man.	,000	,008	-,025	,980
Aantal aandeelhouders	,004	,002	1,892	,049**

*Significant tot 10%, **Significant tot 5%, ***Significant tot 1%

4.3.3 Robuustheidsanalyse 1

Om het onderzoek te verfijnen en meer complexe relaties tussen de variabelen te identificeren, is het essentieel om niet alleen lineaire verbanden te onderzoeken maar ook te testen op mogelijke niet-lineaire patronen. Tevens zal deze piste bijdrage aan de robuustheid van de resultaten (Van Heijst, 2022). Daarom zijn voor het identificeren van een convex of concaaf verband voor de FIBER-dimensies de kwadratische termen, $SEW(FIBER)^2$, berekend en meegenomen in de regressieanalyse. Dit stelt ons in staat om te onderzoeken of er een kromlijng patroon bestaat dat een meer genuanceerde invloed van de FIBER-dimensies op de uitkomstvariabelen onthult. Het opnemen van kwadratische termen helpt bij het vaststellen of er een optimaal punt is waarbij de impact van de FIBER-dimensies maximaal of minimaal is, deze mogelijke punten tonen aan waarop de invloed van de dimensies begint af te nemen of juist toe te nemen. Dit is cruciaal voor het begrijpen van de dynamiek en complexiteit van SEW en hoe deze invloed kan hebben op het dividendbeleid.

In de eerste robuustheidstest, tabel 6, wordt gelijkaardig aan de test onder 4.3.1 een Probit regressie toegepast. In dit model is DIVP de afhankelijke variabele, het model schat de niet-lineaire effecten van de FIBER-preservatie op het bestaan van een dividenduitkering. Dit werd verwezenlijkt door het toevoegen van de kwadratische termen van de vijf dimensies. De controle variabelen werden behouden aangezien de invloeden nog steeds van belang blijven.

$$P(DIVP=1|X) = \Phi (\beta_0 + \beta_1 \cdot SEW(F) + \beta_2 \cdot SEW(I) + \beta_3 \cdot SEW(B) + \beta_4 \cdot SEW(E) + \beta_5 \cdot SEW(R) + \delta \text{ Controls} + \beta_6 \cdot SEW(F)^2 + \beta_7 \cdot SEW(I)^2 + \beta_8 \cdot SEW(B)^2 + \beta_9 \cdot SEW(E)^2 + \beta_{10} \cdot SEW(R)^2 + \varepsilon)$$

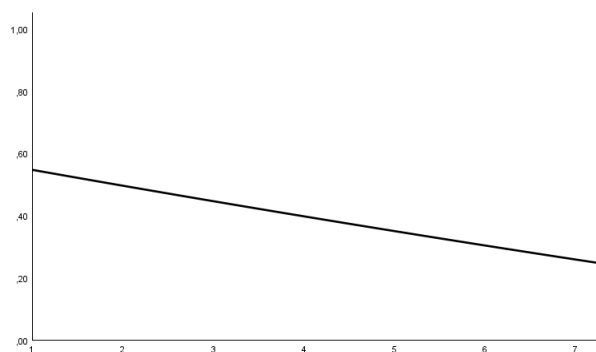
De tabel toont een niet-lineaire significante relatie voor $SEW(E)$ en DIVP. De coëfficiënt duidt op een concave relatie in het model, significant op het 5%-niveau, dit valt tevens af te leiden van de lijndiagram, figuur 4. De resultaten tonen dat als $SEW(E)$ preservatie toeneemt ook de kans op dividenden zal toenemen. Maar bij hoge mate van $SEW(E)$ preservatie zal dit een omgekeerd effect te weeg brengen en zal de kans op dividenden afnemen. Deze bevinding ondersteunt hypothese 7 gedeeltelijk, waarin werd verondersteld dat dividenden zouden toenemen naarmate de $SEW(E)$ preservatie toeneemt. De test toont aan dat de hypothese enkel standhoudt in lage maten van $SEW(E)$. De andere significante variabelen blijven gelijk, ROA, FirmSize en Cash zijn positief significant en ondersteunen de kans op dividenduitkering. De overige 4 dimensies, FIB-R, hebben geen significante niet-lineaire verhouding ten opzichte van DIVP.

Tabel 6 – Robuustheidsanalyse 1

		N	Procent
Afhankelijke variabele: DIVP	0	189	65,5%
	1	99	34,4%
	Totaal	288	100%
Omnibus Test	Likelihood Ratio Chi-Square	92,727	
	df	20	

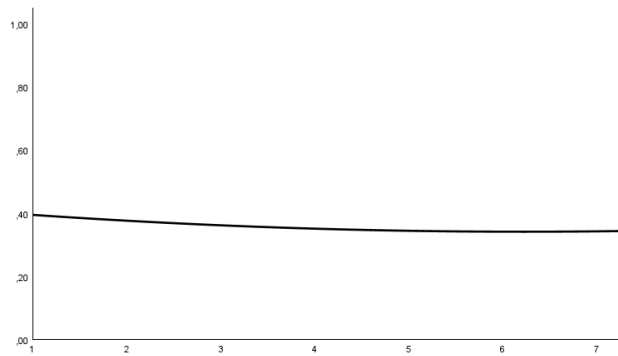
	p-waarde	<0,001		
N =288				
DIVP				
	Coëfficiënt	Std. Error	Wald Chi-Square	p-waarde
Intercept	-9,279	4,1184	5,076	,024**
SEW(F)	-0,020	0,5429	0,001	,971
SEW(I)	0,067	0,5743	0,014	,907
SEW(B)	1,362	1,2969	1,103	,294
SEW(E)	1,847	0,8110	5,184	,023**
SEW(R)	-0,541	0,6758	0,641	,423
ROA	7,120	1,5735	20,478	,000***
FirmSize	0,322	0,0879	13,378	,000***
FirmAge	-0,001	0,0036	0,021	,885
Leverage	-0,003	0,4463	0,000	,994
Cash	1,598	0,7041	5,148	,023**
Generatie in eigendom	-0,026	0,1090	0,056	,812
Familiaal CEO	-0,205	0,3948	0,269	,604
% Fam. eigendom	-1,031	1,0040	1,054	,305
% Familieleden in man.	-0,148	0,3470	0,182	,670
Aantal aandeelhouders	-0,034	0,0798	0,184	,668
SEW(F) ²	-0,014	0,0558	0,063	,802
SEW(I) ²	-0,008	0,0552	0,023	,881
SEW(B) ²	-0,072	0,1193	0,361	,548
SEW(E) ²	-0,206	0,0828	6,201	,013**
SEW(R) ²	0,040	0,0661	0,358	,549
*Significant tot 10%, **Significant tot 5%, ***Significant tot 1%				

Figuur 1: Grafische weergave van de relatie SEW(F) en DIVP



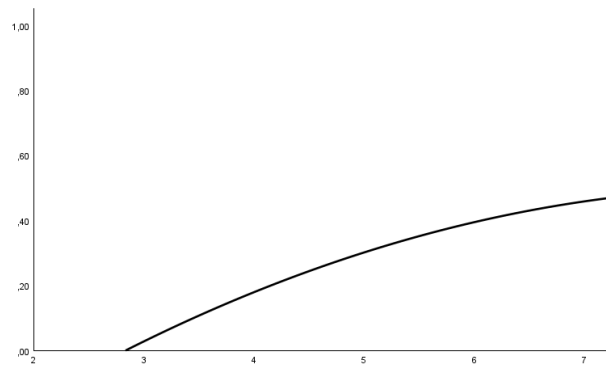
Figuur 1: De Y-as toont DIVP (1/0), de X-as toont de gemiddelde SEW(F)-preservatie van private familiale bedrijven (min.0, max.7). De curve illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 2: Grafische weergave van de relatie SEW(I) en DIVP



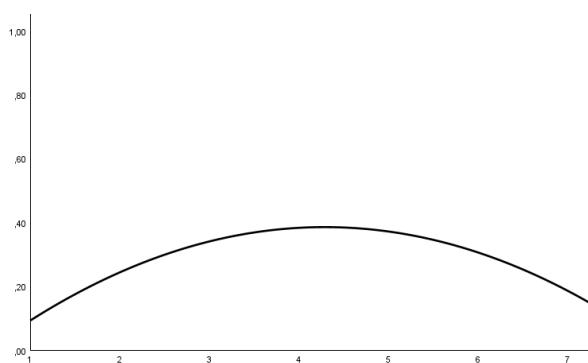
Figuur 2: De Y-as toont DIVP (1/0), de X-as toont de gemiddelde SEW(I)-preservatie van private familiale bedrijven (min.0, max.7). De curve illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 3: Grafische weergave van de relatie SEW(B) en DIVP



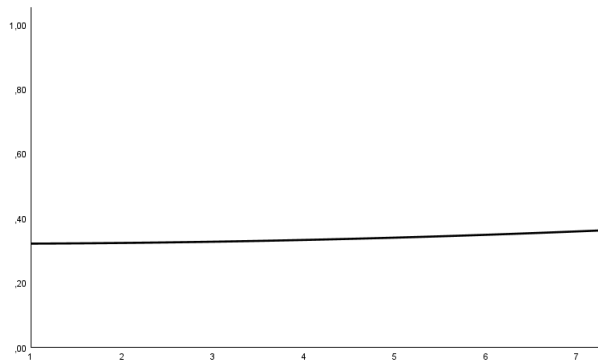
Figuur 3: De Y-as toont DIVP (1/0), de X-as toont de gemiddelde SEW(B)-preservatie van private familiale bedrijven (min.0, max.7). De curve illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 4: Grafische weergave van de relatie SEW(E) en DIVP



Figuur 4: De Y-as toont DIVP (1/0), de X-as toont de gemiddelde SEW(E)-preservatie van private familiale bedrijven (min.0, max.7). De curve illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 5: Grafische weergave van de relatie SEW(R) en DIVP



Figuur 5: De Y-as toont DIVP (1/0), de X-as toont de gemiddelde SEW(R)-preservatie van private familiale bedrijven (min.0, max.7). De curve illustreert de relatie tussen beiden.

Om meer inzicht te krijgen in de concave relatie tussen SEW(E) en DIVP, figuur 4, werd de vergelijking geoptimaliseerd om het keerpunt te berekenen. Het keerpunt of het maximum werd verkregen door de eerste afgeleide gelijk te stellen aan 0. In deze optimalisatiefunctie werden de niet-significante kwadratische termen als constante beschouwd also wordt het optimaal punt voor SEW(E) bekomen.

De optimalisatievergelijking voor DIVP in functie van SEW(E) maakt vergelijking 1:

$$DIVP = \alpha + \beta_4 \cdot SEW(E) + \beta_9 \cdot SEW(E)^2 + \beta \cdot Controls + \varepsilon$$

Hierna wordt het level van SEW(E) preservatie voorgesteld als x , de kans om een dividend uit te keren in functie van SEW(E) wordt voorgesteld als $Y(x)$, dit maakt vergelijking 2:

$$Y(x) = 1.847x - 0.206x^2 + c$$

Meer specifiek is het optimalisatiepunt gelijk aan:

$$\frac{dY}{dx} Y(x) = 0 \Leftrightarrow 1.847 - 0.412 = 0$$

Er wordt een SEW(E)-waarde van 4.48 bekomen. De invloed van SEW(E) op het bestaan van een dividenduitkering is optimaal bij een waarde van 4,48. Het model schat dat het niveau van SEW(E)-preservatie waarop de kans op een dividenduitkering begint af te nemen, gelijk is aan een SEW(E)-waarde van 4,48. Dit punt is optimaal wanneer alle andere variabele constant worden gehouden. Opmerkelijk om te weten is dat deze optimale SEW(E)-waarde ruim onder het gemiddelde, 5.04, van de steekproef ligt. Uit de steekproef wordt afgeleid dat 76 familiebedrijven een lagere SEW(E) waarde hanteren, gemiddeld ondervinden deze bedrijven een positieve invloed van SEW(E) preservatie op het bestaan van een dividend. Voor de 212 bedrijven die een hogere SEW(E) preserveren kunnen we concluderen dat deze dimensie gemiddeld een negatief effect heeft op het dividendbeleid.

4.3.4 Robuustheidsanalyse 2

Tabel 7 toont de empirische resultaten voor de controle op niet-lineaire relaties tussen het niveau van dividenduitkeringen, DIVL, en SEW. In lijn met *Robuustheidsanalyse 1(A)* werden de kwadratische termen van de FIBER-dimensies aan de regressieanalyse toegevoegd. Verder werden de controle variabele behouden. Hieruit volgt het model:

$$\text{Dividend Level} = \alpha + \beta_1 \text{SEW}(F) + \beta_2 \text{SEW}(I) + \beta_3 \text{SEW}(B) + \beta_4 \text{SEW}(E) + \beta_5 \text{SEW}(R) + \delta \text{Controls} + \beta_6 \cdot \text{SEW}(F)^2 + \beta_6 \cdot \text{SEW}(I)^2 + \beta_8 \cdot \text{SEW}(B)^2 + \beta_9 \cdot \text{SEW}(E)^2 + \beta_{10} \cdot \text{SEW}(R)^2 + \varepsilon$$

Uit tabel 7 wordt een niet-lineaire relatie tussen SEW(E) en DIVL waargenomen. De coëfficiënten duiden op een significante concave relatie tussen DIVL en SEW(E)-preservatie. Respectievelijk aan DIVP voor het niveau van dividenden (DIVL), zal bij toenemende SEW(E)-preservatie DIVL toenemen, maar bij hoge mate van SEW(E)-waarnemingen zal DIVL dalen. Dit effect is duidelijk zichtbaar in de spreidingsdiagram, figuur 9.

De analyse gericht op de niet-lineaire verbanden tussen FIBER-dimensies en DIVL toont aan dat enkele controle variabelen significant zijn dewelke ook significant werden bevonden in de analyse naar lineaire-relaties zijnde; ROA, FirmAge en Aantal Aandeelhouders. Daarenboven blijkt uit deze test dat Cash ook significant positieve invloed heeft op het niveau van de dividenduitkeringen.

De andere, FIB-R, dimensies leggen geen concave- of convexe verbanden bloot.

Tabel 7 – Robuustheidsanalyse 2

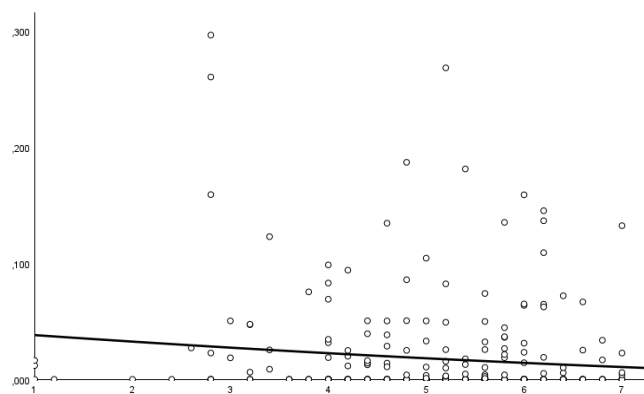
Lineaire regressie	Aantal observaties	288		
	F-waarde	7,310		
	R-kwadraat	,354		
	p-waarde	<,001		

DIVL	Coëfficiënt	Std. Error coëfficiënt	t-waarde	p-waarde
Constante	-,043	,088	-0,483	,630
SEW(F)	-,013	,013	-1,011	,313
SEW(I)	,009	,015	0,613	,540
SEW(B)	-,008	,028	-0,282	,779
SEW(E)	,040	,019	2,116	,035**
SEW(R)	-,007	,016	-,466	,642
ROA	,325	,037	8,779	,000***
FirmSize	,001	,002	0,554	,580
FirmAge	,000	,000	1,868	,063*
Leverage	,015	,010	1,448	,149
Cash	,030	,018	1,654	,099*

Generatie in eigendom	-,001	,003	-0,559	,576
Familiaal CEO	-,004	,010	-0,437	,663
% Fam. eigendom	-,026	,025	-1,044	,297
% Familieleden in man.	,001	,008	0,093	,926
Aantal aandeelhouders	,003	,002	1,718	,087*
SEW(F) ²	,001	,001	0,573	,567
SEW(I) ²	-,001	,001	-0,526	,600
SEW(B) ²	,001	,003	0,387	,699
SEW(E) ²	-,004	,002	-2,203	,028**
SEW(R) ²	,001	,002	0,457	,648

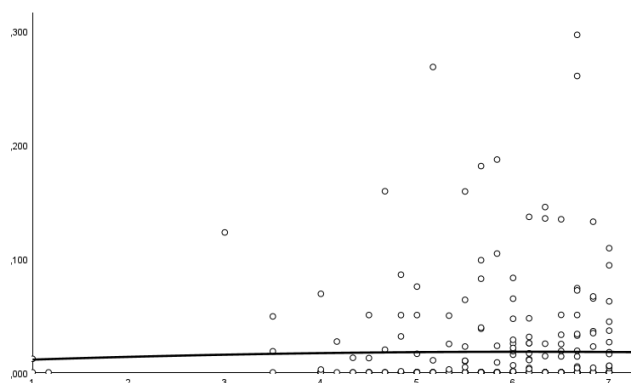
*Significant tot 10%, **Significant tot 5%, ***Significant tot 1%

Figuur 6: Grafische weergave van de relatie SEW(F) en DIVL



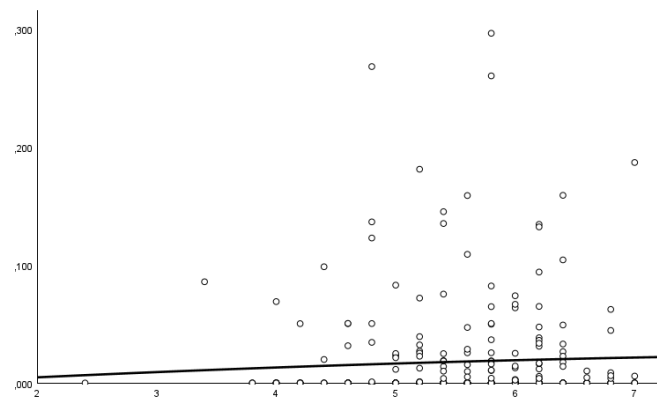
Figuur 6: De Y-as toont DIVL (min. 0, max. 29,6%), de X-as toont de gemiddelde SEW(F)-preservatie van private familiale bedrijven (min. 0, max. 7). De trendlijn illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 7: Grafische weergave van de relatie SEW(I) en DIVL



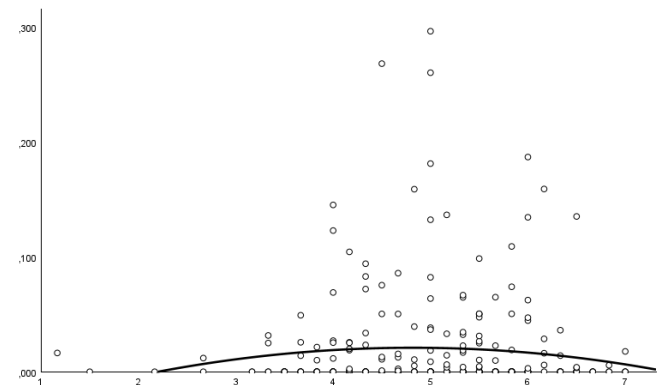
Figuur 7: De Y-as toont DIVL (min. 0, max. 29,6%), de X-as toont de gemiddelde SEW(I)-preservatie van private familiale bedrijven (min. 0, max. 7). De trendlijn illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 8: Grafische weergave van de relatie SEW(B) en DIVL



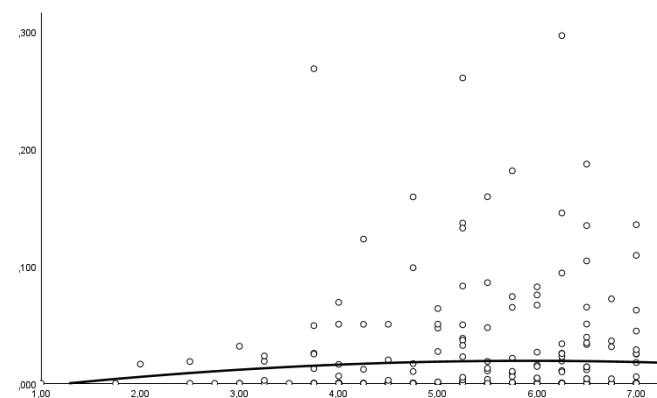
Figuur 8: De Y-as toont DIVL (min. 0, max. 29,6%), de X-as toont de gemiddelde SEW(B)-preservatie van private familiale bedrijven (min. 0, max. 7). De trendlijn illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 9: Grafische weergave van de relatie SEW(E) en DIVL



Figuur 9: De Y-as toont DIVL (min. 0, max. 29,6%), de X-as toont de gemiddelde SEW(E)-preservatie van private familiale bedrijven (min. 0, max. 7). De trendlijn illustreert de relatie tussen beiden.

Figuur 10: Grafische weergave van de relatie SEW(R) en DIVL



Figuur 10: De Y-as toont DIVL (min. 0, max. 29,6%), de X-as toont de gemiddelde SEW(R)-preservatie van private familiale bedrijven (min. 0, max. 7). De trendlijn illustreert de relatie tussen beiden.

Voor diepgaander inzicht werd de vergelijking geoptimaliseerd om het keerpunt te bepalen. Dit keerpunt, oftewel het maximum, werd geïdentificeerd door de eerste afgeleide gelijk te stellen aan nul.

De optimalisatievergelijking voor DIVL in functie van SEW(E) maakt vergelijking 1:

$$DIVL = \alpha + \beta_4 \cdot SEW(E) + \beta_9 \cdot SEW(E)^2 + \beta \cdot Controls + \varepsilon$$

Hierna wordt het level van SEW(E) preservatie voorgesteld als x , het niveau van de dividenduitkering in functie van SEW(E) wordt voorgesteld als $Y(x)$, dit maakt vergelijking 2:

$$Y(x) = 0.40x - 0.004x^2 + c$$

Meer specifiek is het optimalisatiepunt gelijk aan:

$$\frac{dY}{dx} Y(x) = 0 \Leftrightarrow 0.40 - 0.008 = 0$$

Er wordt een optimale SEW(E)-waarde van 5 bekomen. Het model schat dat bij een SEW(E)-preservatiewaarde van 5 de kans op een dividenduitkering begint af te nemen, wanneer alle andere variabelen constant worden gehouden. Opmerkelijk is dat deze optimale SEW(E)-waarde op het gemiddelde van de steekproef ligt, namelijk 5,04. Uit de steekproef blijkt dat 117 familiebedrijven een lagere SEW(E)-waarde hanteren en gemiddeld een positieve invloed ondervinden van SEW(E)-preservatie op het niveau van de dividenduitkering. Voor de 171 bedrijven met een hogere SEW(E)-waarde concluderen we dat deze dimensie gemiddeld een negatief effect heeft op hun dividendbeleid.

4.3.5 Robuustheidsanalyse 3

De derde robuustheidsanalyse werd uitgevoerd door het gebruik van andere maatstaven voor de opgestelde variabelen, also wordt gecontroleerd of vergelijkbare resultaten worden gevonden.

Deze controletest focust uitsluitend op het niveau van de dividenduitkering, DIVL. Initieel werd geopteerd voor een dividendratio berekend door het gemiddeld dividend van 2016-2018 ten opzichte van het gemiddelde van de totale activa van 2016-2018. In deze test werden de gemiddelde dividenden geplaatst ten opzichte van het gemiddeld 'eigen vermogen' van de familiebedrijven. (DIVL = gem. dividend 2016-2018/ gem. eigen vermogen 2016-2018). Het meten van dividend als percentage van het eigen vermogen naast het totaal actief biedt een breder inzicht in de financiële structuur en het specifieke financieringsbeleid van een bedrijf. Het vergelijken van beide maatstaven helpt bij het testen van de robuustheid van de resultaten en kan beperkingen van het meten van dividend als percentage van het totaal actief compenseren. Een dividendratio aan de hand van het eigen vermogen (EV) draagt bij aan het inzicht van winstuitkering ten opzichte van het geïnvesteerd (opgebouwd) kapitaal, dit toont hoe de familiale middelen benut worden in het bedrijf of uitgekeerd

worden aan de aandeelhouders, waarbij deze laatste hoofdzakelijk vertegenwoordigd worden door familieleden.

Uit de resultaten van Tabel 8 worden voor enkele variabelen significante resultaten waargenomen. DIVL wordt negatief significant beïnvloedt door SEW(F) preservatie. Naarmate de SEW(F)-preservatie toeneemt zal het niveau van de dividenduitkeringen afnemen. Dit werd al ondervonden in de eerder uitgevoerde test onder 4.3.2, het bevestigt hypothese 2 nogmaals. Naast SEW(F) blijven ROA, FirmAge en Aantal aandeelhouders significant alle drie de genoemde variabelen hebben ook in deze test een positieve invloed op het niveau van de dividenduitkeringen. Daarnaast duidt deze test op een positieve relatie tussen DIVL en Leverage, familiebedrijven met een lagere schuldgraad hebben de mogelijkheid hogere dividenden uit te keren. Bedrijven met een hogere schuldgraad zullen ervoor kiezen, of gedwongen worden, om schuld- en rentebetalingen te prioriteren.

Tabel 8 – Robuustheidsanalyse 3

DIVL				
	Coëfficiënt	Std. Error	t-waarde	p-waarde
Constante	-,112	,154	-,732	,465
SEW(F)	-,024***	,009	-2,638	,009***
SEW(I)	,007	,012	,564	,573
SEW(B)	,006	,013	,473	,637
SEW(E)	-,005	,011	-,491	,624
SEW(R)	,005	,010	,500	,618
<i>Controls</i>				
ROA	1,213***	,149	8,130	<,001***
FirmSize	,002	,008	,194	,846
FirmAge	,001*	,000	1,700	,090*
Leverage	,146***	,042	3,460	<,001***
Cash	,074	,072	1,030	,304
Generatie in eigendom	-,005	,011	-,489	,625
Familiaal CEO	-,009	,041	-,228	,820
% Fam. eigendom	,0009	,001	,091	,928
% Familieleden in man.	,004	,034	,125	,900
Aantal Aandeelhouders	,012	,008	1,548	,083*
R ²	,287			
F-waarde	7,316***			

N= 288, *, **, *** Significantie bij respectievelijk 0.10, 0.05 en 0.01.

5 Discussie

5.1 Discussie en implicaties

Deze masterproef onderzoekt de relatie tussen dividendbeslissingen en socioemotional wealth (SEW), waarbij SEW werd opgesplitst in vijf verschillende dimensies. De aanpak biedt een breder perspectief en draagt bij aan een dieper begrip van de complexe dynamiek die ten grondslag ligt aan de besluitvorming omtrent dividenden. Het onderzoek biedt nieuw empirisch bewijs voor SEW-belangen of niet-economische belangen als drijfveren van het besluitvormingsproces binnen het dividendbeleid van private familiebedrijven.

Tot heden werd de relatie tussen de verschillende FIBER-dimensies en de dividendbeslissing, of de relatie tussen de FIBER-dimensies en het dividendniveau nog niet onderzocht. Onderzoekers legden de link tussen het multimodaal model SEW en dividendbeslissingen, waarin SEW steeds als één alomvattend theoretisch concept werd beaamd (Zellweger et al., 2012; Deslandes, Fortin & Landry., 2016; Belda-Ruiz et al., 2022). Daarenboven is het uiterst uitzonderlijk dat men SEW ging waarnemen aan de hand van een directe meting.

Het onderzoek biedt nieuw empirisch bewijs voor SEW-belangen of niet-economische belangen als drijfveren van het besluitvormingsproces binnen het dividendbeleid van private familiebedrijven. Door deze redenering toe te passen, suggereert onze studie dat dit specifieke type bedrijven juist wel of juist niet opteert voor dividenden omdat ze hiermee hun socio-emotionele vermogens versterken of beschermen. Tevens gaan we verder dan de “familie versus niet-familie” categorisering door de verschillende referentiekaders van SEW te overwegen, wat ons helpt voorspellingen te doen over de redenen waarom de voorkeur wordt gegeven aan een dividend en het niveau daarvan. Er wordt geconcludeerd dat de motieven achter het dividendbeleid kunnen variëren afhankelijk van welke dimensie van SEW door de familie in het besluitvormingsproces wordt benadrukt. Dit impliceert dat de verschillende dimensies van SEW uiteenlopende relaties en samenhangen kunnen vertonen ten aanzien van het dividendbeleid.. Dit onderscheidt verrijkt de literatuur over de familiebedrijven door te benadrukken dat SEW geen monopolistisch concept is en dat familiebedrijven geen homogene groep vormen.

De hypothesen over de relaties tussen de FIBER-dimensies en het bestaan of het niveau van dividenduitkeringen zijn getoetst door middel van een vragenlijst die werd verspreid onder 1000 Belgische familiebedrijven. De enquête leverde bruikbare data op voor 347 bedrijven, waarvan 288 respondenten aan de criteria voor dit onderzoek voldeden.

Aan de hand van de empirische analyses werden er voor enkele SEW-dimensies significante verbanden waargenomen tussen FIBER-preservatie en dividendbeslissingen. Het onderzoek toont aan dat niet alle dimensies aanzienlijke invloed uitoefenen op “het bestaan van een dividend” of “het niveau van een dividend”. Er wordt geconcludeerd dat in private familiebedrijven met een sterke focus op het onderhouden en opbouwen van sociale relaties, zijnde SEW(B), een grotere kans is op dividenduitkeringen. Daarnaast wordt er geconcludeerd dat private familiebedrijven met een sterke

focus voor het behoud van controle, zijnde SEW(F), hogere dividenden uitkeren dan familiebedrijven die deze dimensie minder hoog in het vaandel houden. Tevens werd een concave relatie waargenomen tussen zowel het bestaan van dividenduitkeringen en SEW(E)-preservatie als het niveau van de dividenduitkeringen en SEW(E)-preservatie.

Ten eerste bevestigen de resultaten uit dit onderzoek dat enkele controle variabelen significante impact hebben op het dividendbeleid. Het bestaan van een dividenduitkering in familiebedrijven wordt ondersteund door gezonde bedrijfsprestaties vertaald in ROA en een goede Cash-positie, verder wordt een positieve invloed van de bedrijfsgrootte waargenomen op het bestaan van een dividenduitkering. Ook het niveau van de dividenduitkeringen wordt bevorderd door de ROA. De bedrijfsleeftijd heeft een positief effect op het niveau van de dividenden, naarmate bedrijven ouder worden, worden hogere dividenden uitgekeerd. Een laatste controle variabele, het aantal aandeelhouders, heeft in elke analyse een significante impact op het dividendniveau. Naarmate de aandeelhoudersstructuur uitbreidt wordt een toename in het dividendniveau waargenomen, dit werd recent door Jawade et al. (2021) en Miller et al. (2022) vastgesteld. Het positief verband valt te wijten aan verschillende belangen van de aandeelhouders. Hierbij dient een consensus nagestreefd te worden die alle aandeelhouders tevredenstelt. Bovendien wordt bij complexe eigendomsstructuren ook rekening gehouden met de aanwezigheid van passieve familieleden die de voorkeur geven aan een winstdeelname boven de herinvestering. (Isakov & Weiskopf, 2015)

De negatieve relatie tussen het dividendniveau en het belanghechten aan behoud van controle is in de literatuur reeds vastgesteld (Vandemaele & Vancauteran, 2015; Setia Atmaja, 2017) en wordt in deze studie nogmaals bevestigd aan de hand van empirisch bewijs gebaseerd op een directe SEW(F)-meting. Familiebedrijven die lage dividenden uitkeren behouden de mogelijkheid om autonome financiering te verwezenlijken, alzo wordt de invloed van kredietinstellingen of externe investeerders beperkt. Dit behoedt het risico van controleverlies, en vrijwaart een familie gewenste continuïteit (Bertrand et al., 2006; Zellweger & Astrachan, 2008; Bianco et al., 2019).

Er werd geen bewijs gevonden dat het bestaan van een dividenduitkering (DIVP) samenhangt met een verlangen om controle te behouden. De afwezigheid van deze relatie kan worden toegeschreven aan de diversiteit van SEW-belangen waarin familiebedrijven streven naar een evenwicht. Zoals eerder betoogd, bevordert het bestaan van een dividenduitkering echter wel andere dimensies. Een andere reden die bijdraagt aan de onverschilligheid van het resultaat is gebaseerd op eerder onderzoek waarbij theoretische argumenten aantoonde dat de aanwezigheid van familiale betrokkenheid in familiebedrijven bijdraagt aan het behoud van controle en de mogelijkheid om invloed uit te oefenen (Gomez-Mejia et al., 2007; Setia-Atmaja, 2017). Een voorbeeld van deze betrokkenheid, eerder significant bevonden in andere studies, is de aanwezigheid van een familiaal CEO (Belda-Ruiz et al., 2022). In dit onderzoek wordt 96% van de bedrijven geleid door een familiale CEO. Ook de aanwezigheid van een familie gedomineerd management draagt bij aan een dividendbeleid dat in lijn is met SEW(F), maar het geeft ook blijk van familiale controle en invloed (Vandemaele & Vancauteran, 2015). Gezien de hoge mate van familiale betrokkenheid in de steekproef kan worden gesteld dat het risico om controle te verliezen mogelijk irrelevant is in deze bedrijven (Swab et al., 2020). Als gevolg daarvan hoeven controlerende families de beslissing om dividend uit te keren niet noodzakelijk te laten leiden door SEW(F), waardoor de dividendkeuze kan

worden gebaseerd op meer complexe motieven die andere dimensies ondersteunen (Berrone et al., 2012). Het ontbreken van een relatie tussen SEW(F) en het bestaan van een dividend heeft twee redenen. Enerzijds streeft de familiale onderneming naar een gebalanceerd dividendbeleid dat de gewenste dimensies ondersteunt, anderzijds wordt gesteld dat bedrijven die SEW(F) hoog in het vaandel hebben en daarbij zeer sterke familiale betrokkenheid vertonen niet per se extra inspanningen hoeven te doen om controle en invloed te verkrijgen, gezien deze al aanwezig zijn (Hauck et al., 2016).

Dit onderzoek concludeert dat hoge SEW(B)-preservatie, waarbij de nadruk ligt op het opbouwen van sterke sociale relaties en sociaal kapitaal, leidt tot een verhoogde kans op dividenduitkeringen. Dit komt doordat familiebedrijven met een hoge SEW(B)-waarde proactief betrokken zijn bij het aangaan en onderhouden van goede relaties met verschillende belanghebbenden, zoals werknemers, klanten, leveranciers, aandeelhouders en de gemeenschap (Cennamo et al., 2012). Deze sterke sociale banden bevorderen loyaliteit en tevredenheid onder de belanghebbenden, wat resulteert in een stabielere bedrijfsomgeving en consistentere inkomstenstromen (Curado & Mota, 2021). Bovendien kunnen familiebedrijven door dividenden uit te keren zowel actieve als passieve aandeelhouders betrekken en tevreden houden, wat de lange termijn stabiliteit en continuïteit van het bedrijf versterkt en de algehele waarde van het bedrijf vergroot (Shiekh et al., 2020). Door proactieve social engagement te integreren positioneren familiebedrijven zich niet alleen als verantwoordelijke en betrouwbare entiteiten, maar creëren ze ook een solide basis voor financiële prestaties die de kans op dividenduitkeringen bevordert (Cheung, Hu, & Schwiebert, 2018). Familiebedrijven verhogen hun sociale prestaties naarmate de controle toeneemt, die laatste is in dit onderzoek aanzienlijk hoog, zowel in eigendom en managementposities als in SEW(F)-preservatie. De effecten ervan worden in deze masterproef waargenomen als een toenemende kans op dividenden bij toenemend belang voor binding social ties (Labelle, Hafsı, & Francoeur, 2018).

SEW(B) vertoont geen significant positieve correlatie met het dividendniveau. Dit wordt toegeschreven aan de uitgaven en investeringen in stakeholder engagement en sociaal kapitaal, die een duurzame bedrijfsvoering bevorderen en familiebedrijven in staat stellen om dividenden uit te keren. Echter, hoewel deze inspanningen de keuze voor dividenduitkeringen kunnen bevorderen, blijkt uit onderzoek (Cheung, Hu & Schwiebert, 2018) dat het behoud van SEW(B) niet noodzakelijkerwijs resulteert in een hoger dividendniveau.

De volgende dimensie, SEW(E), creëert de verwachting een verhoogde kans op dividenden en een verhoogd niveau van dividenduitkeringen in private familiale ondernemingen. Hoewel deze positieve relatie niet werd waargenomen, blijkt uit onderzoek een concave relatie. In lage maten van SEW(E)-preservatie zal de emotionele verbintenis met het bedrijf zich uiten in stabiele inkomsten voor de familiale eigenaren om te voldoen aan de wensen van alle eigenaren (Isakov & Weisskopf, 2015). In lage mate van emotionele verbintenis kunnen we stellen dat dividenduitkeringen bijdragen aan een goede familieharmonie die op zijn beurt een positieve bedrijfsreputatie ondersteunt. Dividenduitkeringen zijn een goed mechanisme om de persoonlijke belangen en wensen van alle familieleden in evenwicht te brengen (Miller et al., 2022).

Doch wordt een keerpunt waargenomen wanneer de emotionele verbintenis zeer sterk is. De focus verschuift dan van het koesteren van de familiale verbintenis naar een bedrijfsbeschermende focus,

waarbij de familie al dan niet unaniem alle inspanningen en middelen investeert in het voortbestaan van de familiale onderneming. Typisch aan een sterke emotionele verbintenis met de familieonderneming is een lange termijn oriëntatie van de eigenaren en een laagrisicobeleid (Basly & Saunier, 2018). Dit verklaart waarom familiebedrijven met een sterke emotionele verbintenis minder snel de keuze maken om dividenden uit te keren, en wanneer ze dit wel doen, ook het niveau van de dividenduitkering zullen verlagen. Vanaf een zekere SEW(E)-waarde kunnen we stellen dat de verbondenheid van de familie met het bedrijf het verlangen naar het behoud van de controle en familiale continuïteit doet toenemen (Deslandes, Fortin & Landry, 2016).

De R-dimensie omtrent het verlangen om de familiale onderneming over te dragen naar een volgende generatie toont geen significante effecten jegens het dividendbeleid. De vooropgestelde hypothesen bevestigen niet dat sterke SEW(R)-preservatie zal leiden tot een gereserveerd dividendbeleid waarbij de familieonderneming de voorkeur geeft aan herinvesteringen en het maximaliseren van lange-termijn groei. Om het effect van SEW(R)-preservatie waar te nemen dient er mogelijks rekening gehouden te worden met de bedrijfsspecifieke situatie omtrent generatieoverdrachten. Dit onderzoek gericht op bedrijven die reeds een overdracht zijn ondergaan hield geen rekening met het tijdstip waarop ze zijn uitgevoerd. Een bedrijf dat zich voorbereid op een volgende generatieoverdracht, zal zich wellicht wel onthouden van dividenduitkeringen of opteren voor een minimale dividenduitkering. Daarentegen staan de bedrijven die zich bevinden in een fase net na de overdracht. In deze bedrijven spelen andere prioriteiten die de financiële stromen tussen bedrijf en familie beïnvloeden. Zoals de noodzaak van winstuitkering aan de overnemer(s) om kapitaal af te lossen van het overnamekrediet. Daarnaast verandert de eigendomsstructuur na een overdracht, deze verandering zorgt op haar beurt voor meer complexiteit waarbij een toename van het aantal aandeelhouders gepaard gaat met de aanwezigheid van passieve en actieve aandeelhouders. Een complexe aandeelhoudersstructuur zal de wens naar dividenduitkeringen doen toenemen om de individuele noden te vervullen, also komt de dividenduitkering de familierelaties ten goede. Tevens stemt dit overeen met de *family income theory* (Isakov en Weisskopf, 2015). De verschillende dividendkeuzes en de fase waarin een familiebedrijf zich bevindt doen geen afbreuk aan de wens om de familiale onderneming in een latere fase (opnieuw) te kunnen overdragen aan de volgende generatie volgens SEW(R). Het dividendbeleid is in dit geval louter een weerspiegeling van de specifieke noden van bedrijfseigenaren (Janssen, Vandemaele & Voordeckers, 2022).

Voor de SEW(I)-dimensie werd in geen enkele analyse empirisch bewijs gevonden voor haar invloed op de dividendkeuzes in familiebedrijven. De drijfveer achter deze dimensie is een goede bedrijfsreputatie, waardoor familieleden en medewerkers zichzelf met het bedrijf identificeren. Mogelijk worden de incentives om een dividendbeleid op basis van SEW(I) te voeren overschaduwed door een sterker verlangen naar andere niet-financiële voordelen. In deze masterproef worden andere financiële behoeften ingevuld door SEW(F), SEW(B) of SEW(E). Deze dimensies vergen mogelijk sterkere inspanningen om het SEW-belang te behartigen. Daarenboven kunnen de belangen van andere dimensies zeker bijdragen aan de SEW(I) dimensie, familiale control, familiale verbintenis, sociaal kapitaal het zijn allemaal elementen die de bedrijfsreputatie en de identificatie van familie-eigenaren met het bedrijf ten goede komen, ondanks er geen rechtstreeks effect van deze dimensie op het dividendbeleid werd waargenomen (Lanz, 2015; Hauck et al., 2016).

Dit onderzoek heeft bijgedragen aan de academische literatuur omtrent familiebedrijven. De grote heterogeniteit binnen familiebedrijven maakt het niet eenvoudig de bedrijfskeuzes eenduidig te verklaren, de gevonden inzichten omtrent de effecten van socioemotional wealth bieden echter waardevolle aanknopingspunten. Deze bevindingen onderstrepen het belang van een analytische benadering bij het bestuderen van familiebedrijven, waarbij rekening wordt gehouden met de complexiteit en veelzijdigheid van familiale prioriteiten en belangen.

5.2 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Dit onderzoek naar het dividendbeleid in Belgische familieondernemingen onderzoekt de impact van socioemotional wealth (SEW), maar bevat enkele beperkingen die de resultaten nuanceren en leiden tot suggesties voor toekomstig onderzoek. Een eerste beperking betreft de dataset, die is samengesteld uit een vragenlijst verspreid onder Belgische private familiebedrijven die reeds een generatieovergang hebben doorgemaakt. Hierdoor zijn SEW en dividendkeuzes van familiebedrijven in de eerste generatie niet opgenomen. Het is aannemelijk dat deze bedrijven, geleid door hun oprichters, anders omgaan met SEW-belangen en dividenduitkeringen dan bedrijven in latere generaties. Dit is reeds gebleken uit onderzoek van Vandemaele & Vancauteran (2015), dit onderzoek stelt dat SEW-belangen afnemen in latere generaties.

Een volgende beperking richt op de data. Deze is gericht op Belgische private familiebedrijven, ze vertoont sterk geconcentreerde waarden voor variabelen gericht op familiebetrokkenheid: 98% familiaal eigendom, 95% familiaal CEO en een laag aantal aandeelhouders (gem. 2,43). Hoewel deze elementen de 'private'-eigenschap van de bevroagde familiebedrijven benadrukken, kunnen ze ook de vooringenomenheid ten aanzien van SEW beïnvloeden wat afbreuk kan doen aan de representativiteit. We kunnen spreken over het optreden van een 'ceiling effect' waarbij het trekken van conclusies omtrent deze variabele met beperkte variabiliteit voorzichtig geïnterpreteerd dienen te worden. Vooral omdat volgens onderzoek van Belda-Ruiz et al. (2021), Deslandes et al. (2016) en Vandemaele & Vancauteran (2015) het familiaal karakter van de CEO en de familiale representativiteit in management en eigendom de relatie tussen SEW en dividendbeslissingen beïnvloeden.

De 26-vragen omtrent SEW werden beantwoord door 1 persoon, de antwoorden op de SEW-enquête weerspiegelen het perspectief van één individu, dit kan leiden tot persoonsgebonden bias. Tevens treedt het risico op dat de respondent sociaal wenselijk antwoordt op de Likert-schalen (Jannick, 2017). Voor verder onderzoek kan het nuttig zijn de rol van de respondent in het familiebedrijf mee op te nemen in het onderzoek. Door deze uitbreiding kan men controleren of de rol van de respondent mogelijks significante invloed heeft op het belang van SEW. Voor de meest objectieve beoordeling van de SEW-belangen in het bedrijf zouden participerende bedrijven de vragenlijst in duo of groep kunnen invullen.

De dataverzameling heeft plaats gevonden voor de aanvang van de COVID-pandemie, deze periode kan een verandering teweeg hebben gebracht op de manier waarop of de mate waarin

familiebedrijven niet-economische belangen vertegenwoordigen. Het kan interessant zijn (deze) bedrijven na de periode van lockdowns en economische neergang te bevragen, om mogelijke verandering in gedrag jegens dit concept waar te nemen. Tevens kan onderzocht worden of men voorzichtiger omgaat met het uitkeren van winsten om in economisch moeilijke periodes, zoals een pandemie of een energiecrisis, voldoende operationele middelen te behouden.

Een andere beperking is dat de bedrijfssituatie of groeifase waarin de bedrijven zich bevinden, niet volledig geïntegreerd is. Voor toekomstig onderzoek zou het waardevol zijn om rekening te houden met factoren zoals de marktomstandigheden waarmee de bedrijven worden geconfronteerd, eventuele generatieoverdrachten die al hebben plaatsgevonden of worden voorbereid, en de groeiobjectieven die ze nastreven. Deze aspecten kunnen een rol spelen in het dividendbeleid van de familiebedrijven.

Dit onderzoek focust op dividenduitkeringen als financieel voordeel voor familieleden van familiebedrijven, maar andere vormen van vermogensverdeling, zoals bonussen, managementvergoedingen, leningen aan aandeelhouders, privégebruik van bedrijfsmiddelen, herinvesteringen van winsten en aandelerterugkoop, worden niet meegenomen. Toekomstig onderzoek zou een breder scala aan geldstromen en voordelen die familiebedrijven aan hun familieleden bieden kunnen integreren in het onderzoek.

Een belangrijke overweging in dit onderzoek is de diversiteit van SEW. Om deze diversiteit te waarborgen, is gebruik gemaakt van de vijf FIBER-dimensies, die elk afzonderlijk zijn getest. Deze aanpak identificeert de specifieke effecten van elke dimensie. Echter, een mogelijke beperking is dat er geen rekening is gehouden met de onderlinge verbanden tussen de verschillende dimensies van SEW en de dominante dimensie waaraan de familie haar beleid wenst af te stemmen. Toekomstig onderzoek zou daarom de interdimensionale dynamieken en de voorkeuren van familiebedrijven voor bepaalde SEW-dimensies moeten verkennen om een volledig beeld te krijgen van de impact van SEW op beleidsbeslissingen in familiebedrijven.

Voor een diepere verkenning van dividendbeleid in familieondernemingen is het aan te bevelen om de drijfveren achter dividenduitkeringen te onderzoeken. Door familieleden te bevragen over hun motieven bij het bepalen van dividenden, kan een holistisch beeld worden verkregen van hoe emotionele factoren het financiële beleid binnen familie-entiteiten beïnvloeden.

Verder kan het onderzoek verrijkt worden door familieleden te vragen de SEW-dimensies te rangschikken naar belang binnen de onderneming. Door te onderzoeken of bepaalde dimensies domineren binnen specifieke groepen van ondernemingen, kan men patronen identificeren in de formulering van dividendbeleid. Dit inzicht kan leiden tot een meer genuanceerd begrip van de afwegingen die private familiebedrijven maken tussen het preservareren van SEW en het financieel belonen van (familiale) aandeelhouders. Het uiteindelijke doel is om een geïntegreerd model te ontwikkelen dat de complexe invloeden op dividendbeslissingen in familiebedrijven weergeeft.

Ten laatste, gezien SEW van invloed is op het dividendbeleid zou het interessant zijn om onze analyse uit te breiden en bijvoorbeeld een belangrijk aspect te overwegen dat in de literatuur over familiebedrijven wordt bestudeerd; namelijk, de betrokkenheid van de familie. Onderzoeken kunnen waarnemen hoe deze elementen de relaties tussen dividendbeleid en de FIBER-dimensies sturen.

5. Verwijzingen

Amato, S., Backman, M., & Peltonen, J. (2021). Are family firms more locally embedded than non-family firms?: findings from the finnish context. In *Family business and regional development* (pp. 140-156). Routledge.

Andersson, F. W., Johansson, D., Karlsson, J., Lodefalk, M., & Poldahl, A. (2018). The characteristics of family firms: exploiting information on ownership, kinship, and governance using total population data. *Small Business Economics*, 51, 539-556.

Astrachan, J. H., & Jaskiewicz, P. (2008). Emotional returns and emotional costs in privately held family businesses: Advancing traditional business valuation. *Family business review*, 21(2), 139-149.

Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit?. *Review of Financial Economics*, 11(4), 241-261.

Barrena-Martinez, J., Gomez-Molinero, R., Fernández, M. L., & Romero-Fernandez, P. M. (2017). Emotional capital in family businesses: decisions from human resource management perspective. *Issues Hum. Resour. Manag*, 43.

Basly, S., & Saunier, P. L. (2020). Family members' commitment to the firm and family business continuity: investigating the mediating role of family-to-firm identity fit and emotional attachment. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 32(1), 9-32.

Belda-Ruiz, M., Sánchez-Marín, 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.

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.

Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larrazza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less?. *Administrative science quarterly*, 55(1), 82-113.

Bianco, M., Golinelli, R., & Parigi, G. (2019). Family firms and investments. *ECGI-Finance Working Paper*, (269).

Brigham, K. H., & Payne, G. T. (2019). Socioemotional wealth (SEW): Questions on construct validity. *Family Business Review*, 32(4), 326-329.

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.

- Casey Jr, K. M., Casey, K. M., & Griffin, K. (2020). DOES GOOD STEWARDSHIP REDUCE AGENCY COSTS IN THE IT SECTOR? EVIDENCE FROM DIVIDEND POLICY AND ESG RATINGS. *Global Journal of Accounting & Finance (GJAF)*, 4(1).
- 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
- Ceysens, P. (2008). Witboek familiebedrijven. Beleidsdocument . www.vlaanderen.be.
- Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance*, 58(3), 787-816.
- Colli, A. (2018). A theory of emotions and sentiments in family firms: a role for history. *Entreprises et histoire*, (2), 126-137.
- Conway Center for Family Business. (2023, 2 maart). Family Business Facts - Conway Center for Family Business. Conway Center For Family Business.
- Curado, C., & Mota, A. (2021). A systematic literature review on sustainability in family firms. *Sustainability*, 13(7), 3824.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- 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.
- Dekker, J., & Hasso, T. (2016). Environmental performance focus in private family firms: The role of social embeddedness. *Journal of Business Ethics*, 136, 293-309.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.
- 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).
- Dong, M., Robinson, C., & Veld, C. (2005). Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 121-158.
- Eddleston, K. A., Kellermanns, F. W., Floyd, S. W., Crittenden, V. L., & Crittenden, W. F. (2013). Planning for growth: Life stage differences in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(5), 1177-1202.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American economic review*, 91(1), 54-78.
- Haspeslagh, P. (2024, 5 juni). FBN Belgium. <https://www.fbnbelgium.be/en/>

- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *The academy of management annals*, 5(1), 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- 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.
- Hauck, J., Suess-Reyes, J., Beck, S., Prügl, R., & Frank, H. (2016). Measuring socioemotional wealth in family-owned and-managed firms: A validation and short form of the FIBER Scale. *Journal of Family Business Strategy*, 7(3), 133-148.
- Isakov, D., & Weisskopf, J. P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, 33, 330-344.
- Jannink, L. W. R. (2017). Hoe eerlijk durf jij te zijn?: Invloed van methodes van bevraging op sociale wenselijkheid in een vragenlijst (Master's thesis, University of Twente).
- Jaskiewicz, P., Uhlenbruck, K., Balkin, D. B., & Reay, T. (2013). Is nepotism good or bad? Types of nepotism and implications for knowledge management. *Family Business Review*, 26(2), 121-139.
- Jawade, A. (2021). Do firm characteristics of concentrated ownership firms affect dividend payout beyond traditional motivations?. *Journal of Indian Business Research*, 13(2), 289-307.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Kammerlander, N., Sieger, P., Voordeckers, W., & Zellweger, T. (2015). Value creation in family firms: A model of fit. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 63-72.
- Koropp, C., Grichnik, D., & Kellermanns, F. (2013). Financial attitudes in family firms: The moderating role of family commitment. *Journal of Small Business Management*, 51(1), 114-137.
- Labelle, R., Hafsi, T., Francoeur, C., & Ben Amar, W. (2018). Family firms' corporate social performance: A calculated quest for socioemotional wealth. *Journal of Business Ethics*, 148, 511-525.
- Lambrecht, J., Molly, V., FBNet, Belgische Vereniging van Familiale Ondernemingen, BUYSSE, P., & LIEVENS, J. (2011). Het economische belang van familiebedrijven in België. In *Het Economische Belang van Familiebedrijven in België*.
- Lanz, S. (2015). Goal orientation and its relationship to the business family, and family business performance, within the UK's family owned and managed mid-sized businesses (Doctoral dissertation, Aston University).

- 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.
- Mariotti, S., Marzano, R., & Piscitello, L. (2021). The role of family firms' generational heterogeneity in the entry mode choice in foreign markets. *Journal of Business Research*, 132, 800-812.
- 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.
- Matser, I. A. (2010). *Ondernemen in familiebedrijven*. Christelijke Hogeschool Windesheim.
- 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.
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (2015). Dividends and family governance practices in private family firms. *Small Business Economics*, 44, 299-314.
- 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.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers?. *Journal of corporate finance*, 13(5), 829-858.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2014). Deconstructing socioemotional wealth. *Entrepreneurship theory and practice*, 38(4), 713-720.
- Miller, D., Steier, L., & Le Breton-Miller, I. (2003). Lost in time: Intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of business venturing*, 18(4), 513-531.
- Molly, V., & Michiels, A. (2022). Dividend decisions in family businesses: A systematic review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 36(4), 992-1026.
- Morris, M. H., Allen, J. A., Kuratko, D. F., & Brannon, D. (2010). Experiencing family business creation: Differences between founders, nonfamily managers, and founders of nonfamily firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 34(6), 1057-1084.
- Munoz-Bullon, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Suárez-González, I. (2018). Diversification decisions among family firms: The role of family involvement and generational stage. *BRQ Business Research Quarterly*, 21(1), 39-52.
- O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & quantity*, 41, 673-690.
- Peake, W. O., Davis, P. E., & Cox, M. Z. (2015). Being good for goodness sake: The influence of family involvement on motivations to engage in small business social responsibility. *Journal of Small Business Strategy (archive only)*, 25(1), 1-25.

- Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre, C. (2012). Do family firms use dividend policy as a governance mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 413-431.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of management journal*, 46(2), 179-194.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of business finance & accounting*, 36(7-8), 863-898.
- Setia-Atmaja, L. (2017). The impact of family control on dividend policy: Evidence from Indonesia. *International Research Journal of Business Studies*, 9(3), 147-156.
- Steiger, T., Duller, C., & Hiebl, M. R. (2015). No consensus in sight: an analysis of ten years of family business definitions in empirical research studies. *Journal of Enterprising Culture*, 23(01), 25-62.
- Shapiro, D., & Zhuang, A. (2015). Dividends as a signaling device and the disappearing dividend puzzle. *Journal of Economics and Business*, 79, 62-81.
- Sheikh, M. F., Bhutta, A. I., Rehman, B., Bazil, M., & Hassan, A. (2022). Corporate social responsibility and dividend policy: a strategic choice in family firms. *Journal of Family Business Management*, 12(2), 296-315.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(4), 339-358.
- 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.
- 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.
- Van Heijst, L. (2022). Correlatie begrijpen en berekenen met SPSS en Excel| stappenplan.
- Vandemaele, S., & Vancauteran, M. (2015). Nonfinancial goals, governance, and dividend payout in private family firms. *Journal of Small Business Management*, 53(1), 166-182.
- Vandemaele, S., Janssen, E., & Voordeckers, W. (2023). Catering to Next-Generation Family Owners: A Study of Dividends as a Type of Business-to-Family Financial Intermingling.
- Van Houte, Q. (2022). The impact of family ownership on dividend policy: a focus on Belgian companies. | Scriptiebank. (z.d.). Scriptiebank.
- Vazquez, P. (2016). Family Business Ethics: At the Crossroads of Business Ethics and Family Business. *Journal Of Business Ethics*, 150(3), 691-709.

- Vazquez, P., & Rocha, H. (2018). On the goals of family firms: A review and integration. *Journal of Family Business Strategy*, 9(2), 94-106.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2010). Family control of firms and industries. *Financial Management*, 39(3), 863-904.
- Westhead, P., & Howorth, C. (2006). 10 Identification of different types of private family firms. *Handbook of research on family business*, 180.
- Wagner, D., Block, J. H., Miller, D., Schwens, C., & Xi, G. (2015). A meta-analysis of the financial performance of family firms: Another attempt. *Journal of Family Business Strategy*, 6(1), 3-13.
- Yu, S., & Webb, G. (2017). The information content of dividend initiation announcements: The case of information technology firms. *Managerial Finance*, 43(7), 794-811.
- Zellweger, T. M., & Astrachan, J. H. (2008). On the emotional value of owning a firm. *Family business review*, 21(4), 347-363.