



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

### ***Masterthesis***

***Streven private familiebedrijven naar een target schuldgraad?***

**Wout Broekmans**

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

**PROMOTOR :**

Prof. dr. Wim VOORDECKERS



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

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

**2024**  
**2025**



# **Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen**

master in de handelswetenschappen

## ***Masterthesis***

### ***Streven private familiebedrijven naar een target schuldgraad?***

#### **Wout Broekmans**

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

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Wim VOORDECKERS



## Woord vooraf

Met deze masterproef getiteld “Streven private familiebedrijven naar een ‘target’ schuldgraad?” sluit ik mijn periode als student Handelswetenschappen af aan de Universiteit Hasselt. Gedurende deze opleiding werd ik uitgedaagd om mijn kennis te verbreden en om als persoon te groeien. Daarom wil ik de Universiteit bedanken voor de leerrijke, maar veeleisende jaren.

Ik zou ook graag in het bijzonder mijn promotor Prof. dr. Wim Voordeckers en mijn begeleider Seppe Croonen willen bedanken voor de kwaliteitsvolle begeleiding. Door hun tijdige feedback heb ik deze masterproef binnen de voorziene tijd kunnen afronden. Tot slot wil ik mijn vrienden en familie bedanken voor de steun en motivatie tijdens het schrijven van deze masterproef en de opleiding in zijn geheel.

Hartelijk bedankt!

Wout Broekmans

Augustus, 2025



## Samenvatting

De kapitaalstructuur van een onderneming verwijst naar de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen en vormt een essentieel onderdeel van de financiële strategie van een bedrijf (Niu, 2009). Eigen vermogen omvat interne middelen zoals ingehouden winsten, terwijl vreemd vermogen betrekking heeft op schuldfinanciering. De gekozen structuur beïnvloedt de financieringskosten, risico's en besluitvorming binnen de onderneming. Een doordachte kapitaalstructuur bevordert groei, beheerst risico's en kan fungeren als disciplinerend mechanisme wanneer er veel schulden zijn in een bedrijf (Niu, 2009).

De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt: "Streven Belgische private familiebedrijven naar een target schuldgraad?" Daarnaast wordt er onderzocht hoe snel deze bedrijven hun kapitaalstructuur aanpassen, wat de invloed is van de winstgevendheid en grootte op de aanpassingssnelheid en hoe deze bedrijven zich verhouden ten opzichte van Belgische private niet-familiebedrijven.

In de literatuurstudie wordt er ingegaan op de kenmerken van familiebedrijven. Hun langetermijnnoriëntatie, het belang van familiale controle en het behoud van socio-emotionele rijkdom (SEW) maken dat zij andere prioriteiten kunnen stellen dan niet-familiebedrijven. Deze belangen kunnen ertoe leiden dat familiebedrijven anders omgaan met schuld dan niet-familiebedrijven. Vervolgens worden verschillende theorieën omtrent de kapitaalstructuur besproken, waaronder de statische en dynamische trade-off theorie, de pecking order theorie en de agency theorie. Deze theorieën verklaren de afweging tussen schuldfinanciering en eigen vermogen. Voor familiebedrijven blijken deze theorieën in aangepaste vorm toepasbaar: ze hebben doorgaans een lagere schuldgraad door hun wens om familiale controle te behouden en om risicomijdend gedrag te vertonen (Gallo et al., 2000; González et al., 2012; Yanagisako, 2019). De dynamische trade-off theorie vormt het uitgangspunt van deze masterproef, waarbij bedrijven niet onmiddellijk hun optimale kapitaalstructuur bereiken, maar zich gradueel aanpassen over de tijd heen.

Om de hypotheses te testen werd gebruik gemaakt van paneldata uit de Belfirst-database van Bureau Van Dijk voor de periode 2019–2023. De steekproef bestaat uit 13.841 observaties voor familiebedrijven en 36.410 observaties voor niet-familiebedrijven. In deze masterproef wordt een bedrijf beschouwd als een familiebedrijf wanneer minstens 50% van de aandelen in handen zijn van de familie. De analyse is gebaseerd op het standard partial adjustment model van Flannery & Rangan (2006), waarmee kan worden nagegaan in welke mate bedrijven zich jaarlijks aanpassen naar een optimale kapitaalstructuur. De centrale afhankelijke variabele is de boekhoudkundige schuldgraad (BDR), gedefinieerd als het totaal aan langlopende en kortlopende schulden gedeeld door de totale activa. Als onafhankelijke variabelen worden twee belangrijke determinanten meegenomen: de grootte van het bedrijf (Size), gemeten met een logaritme van de totale activa en de winstgevendheid oftewel return on assets (ROA), berekend als EBIT gedeeld door de totale activa. Een kernbegrip in dit model is de aanpassingssnelheid, weergegeven als  $\lambda$  (lambda). Deze parameter drukt uit hoeveel procent van de afwijking tussen de actuele en de beoogde (target) schuldgraad een onderneming in één jaar corrigeert. Een hogere waarde van  $\lambda$  betekent dus een snellere aanpassing richting de target schuldgraad.

Uit de beschrijvende statistieken blijkt dat familiebedrijven gemiddeld een lagere schuldgraad ( $BDR = 1.17$ ) hanteren dan niet-familiebedrijven ( $BDR = 1.48$ ). Dat is in lijn met de bestaande literatuur waarin familiebedrijven vaker kiezen voor een lagere hefboomwerking omdat ze een voorkeur hebben voor niet-economische doelstellingen zoals familiale controle en overdracht naar de volgende generatie (Gallo et al., 2000; González et al., 2012; Muñoz-Bullón et al., 2023). Verder zijn familiebedrijven winstgevender ( $ROA = 0.083$ ) dan niet-familiebedrijven ( $ROA = 0.039$ ), wat impliceert dat ze meer interne middelen hebben om investeringen te financieren en dus minder externe schuld nodig hebben. De correlatie tussen schuldgraad ( $BDR$ ) en winstgevendheid ( $ROA$ ) is in beide groepen significant negatief ( $-0.595$  bij niet-familiebedrijven,  $-0.543$  bij familiebedrijven). Dit bevestigt de pecking order theorie, die stelt dat winstgevendere bedrijven minder schulden aangaan omdat ze eerder interne financiering gebruiken (Myers, 1984; Jansen et al., 2022).

In de regressieanalyses wordt gebruik gemaakt van de de lagged schuldgraad ( $L.BDR$ ), die verwijst naar de schuldgraad van een onderneming in het vorige jaar. De resultaten van deze analyse tonen aan dat de lagged schuldgraad ( $L.BDR$ ) significant positief is bij zowel familiebedrijven (coëfficiënt =  $0.359$ ) als niet-familiebedrijven (coëfficiënt =  $0.311$ ). Hieruit kan de aanpassingssnelheid ( $\lambda$ ) worden berekend als  $1 - L.BDR$ , wat resulteert in een jaarlijkse aanpassingssnelheid van  $64,1\%$  voor familiebedrijven en  $68,9\%$  voor niet-familiebedrijven. Deze resultaten bevestigen hypothese 1 en 2. Deze tragere aanpassing kan verklaard worden door lagere afwijkingskosten bij familiebedrijven (Serrasqueiro et al., 2020), een hogere mate van informatie-asymmetrie (Nguyen et al., 2023), en sterke relaties met kredietverstrekkers die zorgen voor onderhandelingsruimte (Morresi & Naccarato, 2016).

Echter konden hypothese 3 en 4 niet bevestigd worden. Hierin werd verondersteld dat de grootte en winstgevendheid van een onderneming een positieve invloed hebben op de aanpassingssnelheid naar de target schuldgraad. De analyse toont aan dat grotere bedrijven zich juist trager aanpassen: familiebedrijven met een grotere omvang hebben een significant lagere aanpassingssnelheid (coëfficiënt =  $-0.093$ ), een effect dat bij niet-familiebedrijven nog sterker is ( $-0.116$ ). Ook winstgevendheid blijkt geen versnellende factor. Bij familiebedrijven is het effect zwak negatief, terwijl bij niet-familiebedrijven een hogere winstgevendheid duidelijk samenhangt met een lagere aanpassingssnelheid. Deze bevindingen staan in contrast met de literatuur, waarin verwacht werd dat grotere en winstgevendere bedrijven dankzij betere toegang tot middelen en stabielere kasstromen sneller hun kapitaalstructuur zouden optimaliseren (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009; Lemma & Negash, 2014).

Een eerste beperking van dit onderzoek is de relatief beperkte steekproefomvang en korte tijdshorizon. Waar Flannery en Rangan (2006) een dataset gebruikten van 12.919 bedrijven over een periode van 36 jaar (1965–2001), omvat deze studie slechts vijf jaar (2019–2023) en omvat ze 2.795 Belgische private familiebedrijven en 7.367 niet-familiebedrijven. Deze kortere tijdspanne kan de robuustheid van de resultaten beperken. Bovendien liggen de geobserveerde aanpassingssnelheden in deze studie ( $64,1\%$  voor familiebedrijven en  $68,9\%$  voor niet-familiebedrijven) bijna tweemaal hoger dan het gemiddelde van  $34\%$  dat Flannery en Rangan (2006)

rapporteerden. Er wordt daarom aangeraden om in toekomstig onderzoek een langere tijdspanne te hanteren.

Tot slot beperkt deze masterproef zich tot twee determinanten: bedrijfsgrootte (Size) en winstgevendheid (ROA). Andere relevante factoren, zoals sectorspecifieke kenmerken (Koralun-Bereźnicka, 2018), de aanwezigheid van een familiale CEO (Pindado et al., 2015) en de mate van familiale controle (Nguyen et al., 2023), zijn niet meegenomen in de analyse. Aangezien deze determinanten ook een invloed hebben op de aanpassingsnelheid naar een target schuldgraad vormen ze zowel een beperking van deze studie als een relevante richting voor toekomstig onderzoek.





## **Inhoudsopgave**

|                                                                       |           |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Woord vooraf .....</b>                                             | <b>3</b>  |
| <b>Samenvatting .....</b>                                             | <b>5</b>  |
| <b>Hoofdstuk 1: Inleiding .....</b>                                   | <b>11</b> |
| 1.1.    Probleemstelling .....                                        | 11        |
| 1.2.    Centrale onderzoeksvraag .....                                | 13        |
| 1.3.    Onderzoeksaanpak .....                                        | 13        |
| <b>Hoofdstuk 2: Literatuurstudie .....</b>                            | <b>15</b> |
| 2.1.    Familiebedrijven .....                                        | 15        |
| 2.2.    Kapitaalstructuurtheorieën .....                              | 16        |
| 2.2.1    De theorie van Modigliani & Miller .....                     | 17        |
| 2.2.2    Trade-off theorie .....                                      | 17        |
| 2.2.3    Agency Theorie .....                                         | 19        |
| 2.2.4    Pecking order theorie .....                                  | 22        |
| 2.3.    De aanpassingssnelheid naar een target schuldgraad .....      | 22        |
| 2.4.    Antecedenten en belemmeringen van de target schuldgraad ..... | 25        |
| 2.4.1    De grootte van het bedrijf .....                             | 25        |
| 2.4.2    De winstgevendheid van het bedrijf .....                     | 26        |
| <b>Hoofdstuk 3: Onderzoeksmethode .....</b>                           | <b>27</b> |
| 3.1.    Steekproefselectie .....                                      | 27        |
| 3.2.    Beschrijving van de variabelen .....                          | 28        |
| 3.2.1    De afhankelijke variabele .....                              | 28        |
| 3.2.2    De onafhankelijke variabelen .....                           | 29        |
| 3.3.    Het Standard partial adjustment model .....                   | 29        |
| <b>Hoofdstuk 4: Empirisch onderzoek .....</b>                         | <b>31</b> |
| 4.1.    Beschrijvende statistiek .....                                | 31        |
| 4.2.    Correlaties .....                                             | 32        |
| 4.3.    Hausman-test .....                                            | 34        |
| 4.4.    Hypothesetesten .....                                         | 35        |
| <b>Hoofdstuk 5: Conclusie en discussie .....</b>                      | <b>39</b> |
| 5.1.    Algemene conclusie .....                                      | 39        |
| 5.2.    Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek .....         | 40        |
| 5.3.    Praktische implicaties .....                                  | 41        |
| <b>Bibliografie .....</b>                                             | <b>43</b> |



# Hoofdstuk 1: Inleiding

## 1.1. Probleemstelling

Bedrijven opereren in een complexe en dynamische omgeving waarin ze geconfronteerd worden met huidige economische en technologische uitdagingen. Om te voldoen aan de hoge eisen van deze bedrijfswereld is het belangrijk dat bedrijven voldoende kennis beheersen over hun financiële middelen. Deze kennis is cruciaal om weloverwogen beslissingen te nemen, te overleven en concurrerend te zijn (Yusupov, Kuanishbay, Baltabaevich, 2023). De financiële middelen van een bedrijf bestaan uit het eigen vermogen en het vreemd vermogen op de passiefzijde van de balans. De financiering met het eigen vermogen en het vreemd vermogen zijn de twee primaire opties voor bedrijven die op zoek zijn naar kapitaal, met elk hun eigen voordelen en uitdagingen. Financiering met eigen vermogen houdt in dat kapitaal wordt opgehaald door aandelen te verkopen, wat de financiële duurzaamheid kan verbeteren en de blootstelling aan kredietrisico's kan verminderen, vooral tijdens economische recessies (Sha'ari et al., 2023).

De target schuldgraad verwijst dus naar het gewenste schuldniveau van het eigen vermogen en het vreemd vermogen dat een bedrijf wil handhaven binnen zijn kapitaalstructuur (Hovakimian et al., 2002). Bij dat gewenste schuldniveau is er een tradeoff tussen de fiscale voordelen die verbonden zijn aan schulden en de potentiële kosten van financiële onrust en faillissement (Hovakimian et al., 2001). Deze fiscale voordelen, of *tax shield effect*, komen voort uit de aftrekbaarheid van rentebetalingen op schulden waardoor de totale belastingdruk van een bedrijf kan afnemen. Dit belastingvoordeel maakt schuld een goedkopere financieringsbron in vergelijking met het eigen vermogen. (Hovakimian et al., 2001). De risico's verbonden aan schulden omvatten het risico dat een bedrijf niet kan voldoen aan zijn financiële verplichtingen, wat kan leiden tot dure faillissementsprocedures en verlies van bedrijfsreputatie (Hovakimian et al., 2001). Bedrijven streven er daarom naar om een schuldratio aan te houden dat hun kapitaalstructuur optimaliseert, maar er kunnen problemen opduiken om deze schuldgraad te bereiken door verschillende interne en externe factoren (Hovakimian et al., 2001). Tal van studies geven aan dat managers een target schuldgraad nastreven om zich aan te passen aan de gemiddelden in de sector of om interne doelstellingen te behalen (Billingsley et al., 1994). Uit recent onderzoek blijkt dat bedrijven 58% van de tijd hun schulden aanpassen naar het beoogde target met een gemiddelde aanpassingssnelheid van 32% per jaar (Durnev & Osobov, 2023). Wanneer bedrijven financieringsbeslissingen maken, dan houdt 81% van de bedrijven rekening met de beoogde schuldratio's (Flannery & Rangan, 2006).

Naast de vele theoretische perspectieven die er bestaan over de optimale kapitaalstructuur, zijn er tal van determinanten die een invloed hebben op de kapitaalstructuur van een bedrijf. Deze determinanten zijn zowel bedrijfsspecifieke als macro-economische factoren. Uit onderzoek blijkt dat de winstgevendheid een negatieve relatie heeft met de hoeveelheid schulden die een bedrijf aangaat, omdat meer winstgevende bedrijven minder een beroep doen op schulden vanwege voldoende interne middelen (Serrasqueiro et al., 2014) (Tasneem & Masroor, 2024). Gelijkaardig hieraan is dat de liquiditeit negatief gerelateerd is aan schuld, wat aangeeft dat bedrijven met hogere liquiditeitsniveaus geneigd zijn minder schulden te gebruiken (Serrasqueiro et al., 2014). Nog een

bedrijfsspecifiek kenmerk dat een invloed heeft op de kapitaalstructuur is de tastbaarheid van vaste activa. Deze tastbare vaste activa kunnen dienen als een onderpand, wat het risico voor kredietverstrekkers vermindert en zo een positieve invloed heeft op de hoeveelheid schulden (Antoniou et al., 2008). Bedrijven met aanzienlijke groeikansen hebben doorgaans een lagere schuldgraad, omdat ze groei liever financieren met eigen vermogen om het risico van financiële onrust te vermijden dat gepaard gaat met hogere schuldniveaus (Antoniou et al., 2008). De grootte van een bedrijf heeft ook een invloed op zijn kapitaalstructuur. Grotere bedrijven hebben vaak een hogere schuldgraad omdat ze gemakkelijker en tegen lagere kosten toegang hebben tot kapitaalmarkten (Antoniou et al., 2008) (Tasneem & Masroor, 2024).

Echter hebben sectorkenmerken in Europa een grotere invloed op de kapitaalstructuur dan de grootte van een bedrijf. Sectorspecifieke factoren spelen daarbij een significante rol in beslissingen over de hefboomwerking (Koralun-Bereznicka, 2018). Land-specifieke factoren, zoals juridische en financiële stelsels, belastingbeleid en bescherming van investeerders beïnvloeden kapitaalstructuurbeslissingen aanzienlijk. Om het effect van een land op de kapitaalstructuur te bespreken, wordt er een onderscheid gemaakt tussen een bankgeoriënteerde – en marktgeoriënteerde economie (Antoniou et al., 2008). Omdat deze masterproef zich richt op het Belgisch grondgebied, is het belangrijk om te weten in wat voor financieel systeem België zich bevindt.

Ook Baum, Schäfer & Talavera, (2007) maken een onderscheid tussen een bankgeoriënteerd – en een marktgeoriënteerd systeem. Uit dat onderscheid kan afgeleid worden dat er in een bankgeoriënteerd systeem vooral voordelen zijn bij het bieden van een stabiel financieel kader voor bedrijven op lange termijn. Marktgeoriënteerde systemen zijn daarin volatieler, maar zijn beter in staat om snel middelen te kanaliseren naar nieuwe bedrijven en groeisectoren (Vitols, 2001, p.171). Bijlsma en Zwart (2013) hebben de 27 Europese landen geclassificeerd in een bankgeoriënteerd of marktgeoriënteerd systeem op basis van 23 indicatoren. Uit de studie komt voort dat België behoort tot een marktgeoriënteerd financieel systeem. Dat houdt volgens Bijlsma en Zwart (2013) in dat België wordt gekenmerkt door een grote banksector met aanzienlijke grensoverschrijdende activiteiten. Nog een kenmerk van het onderzoek naar België is het hoge volume aan bankleningen aan de private sector in verhouding tot zijn BBP. Dat wijst erop dat er in de Belgische private sector een sterke afhankelijkheid van bankfinanciering heerst.

In België zijn er 1.214.567 private - en 208 beursgenoteerde bedrijven gevestigd (Belfirst, 2024). Dat wil zeggen dat het grootste aandeel van de Belgische ondernemingen niet-beursgenoteerd is en dus geen aandelen uitgeeft op de beurs. Tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde bedrijven zijn er aanzienlijke verschillen in hoe ze beslissingen over hun kapitaalstructuur benaderen. Beursgenoteerde bedrijven, die onderworpen zijn aan druk van de markt en regelgeving, vertonen vaak een ander financieringsgedrag dan niet-beursgenoteerde bedrijven, die meer flexibiliteit kunnen hebben in hun financiële strategieën (Kisgen, 2009). Niet-beursgenoteerde bedrijven kunnen hun kapitaalstructuur dynamischer aanpassen wanneer er groeikansen zijn in tegenstelling tot beursgenoteerde bedrijven, die beperkt kunnen worden door marktverwachtingen (Asker et al., 2011) (William, 2020).

Ook tussen familie- en niet-familiebedrijven zijn er verschillen in de beslissingen omtrent de kapitaalstructuur door hun verschillende doelstellingen en bestuursstructuren. Naast de trade-off tussen het eigen en het vreemd vermogen hebben familiebedrijven vaak bijkomende unieke overwegingen, zoals de wens om familiale controle en socio-emotionele rijkdom (SEW) te behouden (Bauweraerts & Colot, 2012). Met socio-emotionele rijkdom (SEW) wordt de controle en invloed van de familie, alsook de vernieuwing van familiebanden door dynastieke successie bedoeld (Jansen et al., 2022). Deze overwegingen beïnvloeden hun beslissingen over een kapitaalstructuur. Familiebedrijven hebben doorgaans een lagere voorkeur voor hoge schuldratio's omdat ze de prioriteit geven aan deze niet-economische doelen zoals de familiecontrole en hun reputatie boven de financiële hefboomwerking van schulden (Muñoz-Bullón et al., 2023). Een bijkomende reden voor een lage schuldgraad is het langetermijnperspectief van familiebedrijven, waarbij vaak de wens heerst om het bedrijf generaties lang binnen de familie te behouden (Muñoz-Bullón et al., 2023).

## **1.2. Centrale onderzoeksvraag**

In deze masterproef wordt de nadruk gelegd op de kapitaalstructuur van private familiebedrijven binnen een Belgische context en of deze bedrijven een 'target' schuldgraad nastreven. Daardoor luidt de centrale onderzoeksvraag als volgt:

**"Streven Belgische private familiebedrijven naar een 'target' schuldgraad?"**

Zoals eerder besproken in de probleemstelling zijn er verschillende determinanten die een invloed hebben op de kapitaalstructuur van een bedrijf. Deze determinanten bestaan zowel uit de grootte van het bedrijf, de winstgevendheid, de hoeveelheid tastbare activa, groeiopportunities en socio-emotionele rijkdom (SEW). Uit deze determinanten worden later in hoofdstuk 2.4 van deze masterproef hypothesen gevormd.

Naast de determinanten die een invloed hebben op de kapitaalstructuur, speelt de effectieve snelheid waarmee een bedrijf haar target schuldgraad kan behalen ook een rol in dit onderzoek. Hieruit kan de volgende deelvraag geformuleerd worden:

**"Hoe snel behaalt een Belgisch privaat familiebedrijf haar target schuldgraad?"**

## **1.3. Onderzoeksaanpak**

Om een antwoord te bieden op de centrale onderzoeksvraag en de deelvraag wordt er gebruik gemaakt van een empirisch kwantitatief onderzoek. De data van het onderzoek wordt verkregen door middel van een data set met panel data van private familiebedrijven uit de Belfirst database van Bureau Van Dijk. Door gebruik te maken van econometrische target adjustment modellen kan zo met behulp van de dataset een antwoord geformuleerd worden op de centrale onderzoeksvraag en bijhorende deelvraag.



## Hoofdstuk 2: Literatuurstudie

Omdat deze masterproef zich toespitst op familiebedrijven is het belangrijk om te weten wanneer een bedrijf een familiebedrijf is, welke relevantie ze hebben, welke kenmerken ze hebben en wat dat betekent voor hun financieringsgedrag. De eerste paragraaf gaat dieper in op deze kenmerken en dynamieken van familiebedrijven. Vervolgens zal er in het tweede deel ingegaan worden op de kapitaalstructuur van een bedrijf. Over dit thema bestaan talrijke theorieën, maar hun interpretatie verandert wanneer ze worden toegepast op familiebedrijven. Het derde deel richt zich op de snelheid waarmee ondernemingen zich aanpassen aan hun beoogde schuldgraad. In het vierde en laatste deel van de literatuurstudie wordt dieper ingegaan op de factoren die deze aanpassingssnelheid stimuleren of juist afremmen.

### 2.1. Familiebedrijven

Familiebedrijven vormen wereldwijd de dominante bedrijfsvorm en vertegenwoordigen 60% tot 98% van alle ondernemingen. Ze komen voor in alle maten en leeftijden en ze zijn actief in zowel ontwikkelde landen als ontwikkelingslanden (Daspit et al., 2017) (Andersson et al., 2017). Ook in Europa zijn familiebedrijven van cruciaal belang. Ze maken voor ongeveer 70-80% deel uit van alle ondernemingen, vooral van micro-ondernemingen en KMO's (Siakas et al., 2014). Daarnaast zijn ze ook een belangrijke bron van werkgelegenheid in Europa (Botero et al., 2015) (Andersson et al., 2017).

Voor de definiëring van familiebedrijven is er geen algemeen kader. Dikwijls wordt een familiebedrijf gedefinieerd door de eigendomsstructuur, de betrokkenheid van de generatie, de langetermijnvisie, de impact op de gemeenschap, de stabiliteit en de beleidskaders die de unieke kenmerken vormen (Botero et al., 2015). De combinatie van deze elementen creëert een bedrijfsmodel dat zich onderscheidt van niet-familiebedrijven (Botero et al., 2015). In deze masterproef wordt eigendom gehanteerd als criteria voor de definiëring van een familiebedrijf. Wanneer de familie in een Belgisch privaat bedrijf minstens 50% van de aandelen bezit, wordt het beschouwd als een familiebedrijf. Deze classificatie is gebaseerd op basis van de eigendomsdata uit de Belfirst-database van Bureau Van Dijk.

Familiebedrijven worden meestal gecontroleerd door één of meer families, waarbij familieleden vaak belangrijke managementposities invullen. Deze controle kan leiden tot een sterke afstemming tussen eigendom en management, wat strategische planning en stabiliteit op lange termijn bevordert (Degadt, 2003) (Daspit et al., 2017). De familieleden bestaan vaak uit meerdere generaties van een familie. In Europa hebben veel familiebedrijven een generatieoverdracht ondergaan, waarbij sommigen worden geleid door de tweede, derde of zelfs latere generaties (Botero et al., 2015). Deze successieplanning is een cruciaal aspect van familiebedrijven ten opzichte van niet-familiebedrijven, dat wordt gezien als een proces waarbij zowel de vertrekkende als de binnenkomende generaties betrokken zijn (Degadt, 2003) (Daspit et al., 2017) (Yanagisako, 2019). De opvolging wordt langdurig voorbereid op alle niveaus: juridisch, psychologisch en economisch om de continuïteit en de toekomstige levensvatbaarheid van het bedrijf te behouden (Degadt, 2003) (Daspit et al., 2017). De



betrokkenheid van een 'uitgebreide familie' wordt gekenmerkt door de verbondenheid van meerdere huishoudens. Dit netwerk beïnvloedt de eigendom en kan een hoogrenderende investeringsmogelijkheid zijn voor het spaargeld van de familie (Degadt, 2003).

Familiebedrijven worden beïnvloed door familiewaarden en emotionele banden die invloed kunnen hebben op besluitvormingsprocessen (Degadt, 2003). Deze waarden worden ook wel socio-emotionele welvaart (SEW) genoemd (González et al., 2012). Deze factoren kunnen leiden tot zowel complementaire als conflicterende doelstellingen tussen het bedrijf en de familie (Degadt, 2003) (Yanagisako, 2019). Familiebedrijven moeten een evenwicht vinden tussen economisch concurrentievermogen en de emotionele banden van de familie. Er kunnen zo bijvoorbeeld spanningen ontstaan over de winstverdeling door een verschil in de kortetermijnbelangen van de familie en de langetermijnbelangen van het bedrijf (Degadt, 2003) (Daspit et al., 2017) (Yanagisako, 2019). Zo hebben familiebedrijven de neiging om de voorkeur te geven aan het behoud van familie-erfgoed ten opzichte van de winst op korte termijn (Botero et al., 2015). De focus over de financieringsstrategieën ligt dus vooral op de lange termijn door de mogelijkheden om het bedrijf door te geven aan toekomstige generaties (Yanagisako, 2019). Concreet wil dat zeggen dat familiebedrijven doorgaans een voorkeur geven aan een lagere schuldenlast of hefboomwerking, om zo de controle binnen de familie te behouden en risico's te beperken (González et al., 2012). Hieruit kan geconcludeerd worden dat familiebedrijven vaak verschillende financiële gedragingen vormen die een invloed hebben op hun financieringskeuzes en kapitaalstructuur ten opzichte van niet-familiebedrijven (Gallo et al., 2004). In Hoofdstuk 2.2 worden de belangrijkste theorieën rond de kapitaalstructuur besproken en wordt uitgelegd wat deze betekenen binnen de context van familiebedrijven en hun unieke eigenschappen.

## **2.2. Kapitaalstructuurtheorieën**

De kapitaalstructuur verwijst naar de manier waarop een onderneming haar activiteiten financiert met een combinatie van eigen vermogen en vreemd vermogen (Niu, 2009). Het eigen vermogen bestaat zowel uit intern gegenereerde middelen zoals ingehouden winsten van vorige boekjaren, als uit externe middelen zoals de uitgifte van gewone of preferente aandelen (Niu, 2009). Vreemd vermogen daarentegen omvat leningen, obligaties, leverancierskredieten of andere vormen van schuldfinanciering die op termijn moeten worden terugbetaald. Beide vormen van financiering brengen verschillende kosten, risico's en controle-implicaties met zich mee (Niu, 2009).

De verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen wordt door bedrijven bepaald aan de hand van strategische beslissingen en vormt een kernonderdeel van de financiële gezondheid van een onderneming (Niu, 2009). Zo maakt een goed gekozen structuur het mogelijk voor bedrijven om voldoende middelen aan te trekken voor hun operationele werking en om groei te realiseren, terwijl ze tegelijkertijd hun risico's onder controle houden (Niu, 2009). Zo kiezen bedrijven die snel willen groeien er vaak voor om minder schulden te maken. Op die manier houden ze meer flexibiliteit om te investeren en voorkomen ze dat schulden hun groeiplannen in de weg staan (Niu, 2009). De kapitaalstructuur van een onderneming kan ook gevolgen hebben op de manier waarop managers hun beslissingen nemen. Wanneer een bedrijf er bijvoorbeeld voor kiest om veel schulden aan te

houden, kan dit werken als een disciplinair mechanisme (Niu, 2009). Dat komt omdat er voldoende ruimte voor vrije kasstroom moet worden vrijgemaakt voor de rentebetalingen, waardoor er minder ruimte is om geld uit te geven aan onnodige of onrendabele projecten (Niu, 2009). Hieruit kan afgeleid worden dat de kapitaalstructuur van groot belang is voor een stabiele groei en waardecreatie op lange termijn (Niu, 2009).

### **2.2.1 De theorie van Modigliani & Miller**

Eén van de eerste theorieën die een blik werpt op de kapitaalstructuur van bedrijven, is de theorie van Modigliani en Miller. Hun theorie "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" (1958) vormde voor velen een algemeen geaccepteerde theorie voor de kapitaalstructuur (Ahmeti & Prenaj, 2015). In de eerste propositie baseren Modigliani en Miller zich op een aantal aannames. Er wordt gesteld dat er een volledig efficiënte markt bestaat, waarin er geen transactiekosten zijn, er geen informatieasymmetrie is en er geen belastingen zijn. Met deze assumpties concluderen de onderzoekers dat de kapitaalstructuur van een bedrijf geen invloed heeft op de waarde van het bedrijf.

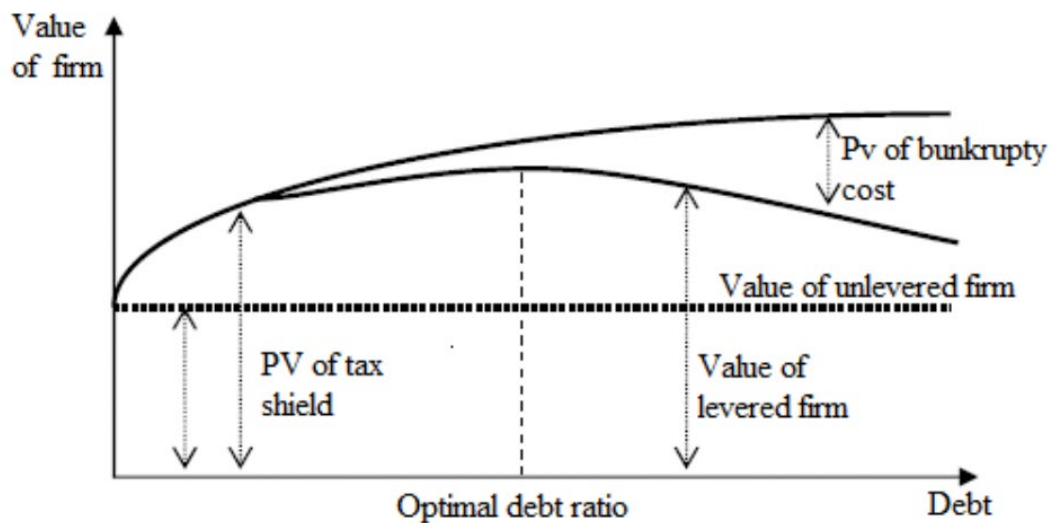
In 1963 ontwikkelden Modigliani en Miller een tweede propositie waarin de belastingen wel worden opgenomen. Wanneer bedrijven gebruik maken van schuldfinanciering in een systeem van taxatie, bekomen ze een belastingvoordeel. Dat komt omdat bedrijven interest moeten betalen en zo een lagere belastbare winst overhouden. Dat wordt ook wel het 'tax shield effect' genoemd. Door de verandering van de assumptie van de opname van belastingen, zijn volgens Modigliani en Miller bedrijven die gebruikmaken van schuldfinanciering, waardevoller dan bedrijven die enkel gebruik maken van het eigen vermogen. Daaruit vloeit de redenering dat hoe meer een bedrijf gebruik maakt van de fiscale renteaftrek, hoe meer het bedrijf waard wordt. De optimale kapitaalstructuur is volgens deze theorie daarom degene die volledig gefinancierd wordt door schulden. Niettemin wordt de theorie van Modigliani en Miller als onvolledig gezien door haar onrealistische aannames. (Ahmeti & Prenaj, 2015).

### **2.2.2 Trade-off theorie**

#### **2.2.2.1 Statische Trade-off theorie**

De trade-off theorie stelt dat bedrijven streven naar een optimale kapitaalstructuur door financieringsbeslissingen die de voordelen en kosten van de verschillende bronnen van kapitaal af te wegen. Volgens deze theorie overwegen bedrijven om schulden te vervangen door eigen vermogen, of eigen vermogen door schuld, zodat uiteindelijk de waarde van het bedrijf geoptimaliseerd wordt (Myers, 1984). Myers argumenteert dat naast het voordeel van het 'tax shield effect' dat besproken werd in de theorie van Modigliani en Miller, een grote afhankelijkheid van schulden kan resulteren in een kwetsbare positie van bedrijf.

In figuur 1 hieronder wordt de statische trade-off theory van Myers, 1984, over de afweging van de voor – en nadelen van schuldfinanciering visueel weergegeven.



**Figuur 1:** De Static Trade-Off Theory of Capital Structure (Myers, 1984).

Naast de benadrukking dat schulden een belastingvoordeel kunnen opleveren door de aftrekbaarheid van rentebetalingen, erkent de figuur ook dat schulden faillissementskosten met zich mee kunnen brengen. Deze kosten ontstaan wanneer een bedrijf in financiële nood verkeert, wat kan leiden tot zowel waardeverlies van aandeelhouders als crediteuren (Ghazouani, T. 2013). De curve die de voordelen van schuldfinanciering weergeeft, is in het begin steil. Dit betekent dat de toevoeging van schulden in het begin aanzienlijke voordelen oplevert. Tegelijkertijd begint de kostencurve laag wanneer het schuldniveau laag is. Naarmate de schulden toenemen, stijgt deze kostencurve ook. Dat wil zeggen dat de bijkomende kost per eenheid schuld in een stijgende lijn ligt.

De optimale kapitaalstructuur wordt in de figuur bereikt wanneer het marginale voordeel van het toevoegen van een extra eenheid schuld gelijk wordt aan de marginale kosten van diezelfde eenheid schuld. Precies op dat punt zou elke extra eenheid schuld leiden tot een nettoverlies in waarde omdat de bijhorende kosten dan zwaarder beginnen wegen tegen de extra voordelen van de bijkomende schuld. Samengevat wordt de optimale kapitaalstructuur bereikt wanneer de winst van het aangaan van extra schulden precies wordt gecompenseerd door de toegenomen risico's en kosten van verdere schulden, waardoor de hoogst mogelijke bedrijfswaarde wordt gegarandeerd zonder dat het bedrijf wordt blootgesteld aan onnodige financiële problemen (Ghazouani, T. 2013).

#### 2.2.2.2 Statische- versus Dynamische Trade-Off Theorie

In deze statische trade-off theorie wordt de beslissing over een optimale kapitaalstructuur behandeld als een "momentopname"-probleem waarbij het schuldniveau wordt bepaald op basis van de huidige omstandigheden (Ghazouani, T. 2013). Daar tegenover bestaat er ook de dynamische trade-off theorie die erkent dat de optimale kapitaalstructuur zich ontwikkelt in de tijd (Clark et al., 2009). Deze ontwikkeling gebeurt doorheen de tijd en gebeurt door de confrontatie met reële kosten en veranderingen in de economische omstandigheden (Clark et al., 2009). Zelfs als een bedrijf een target schuldgraad voor ogen heeft, zijn er volgens het dynamische trade-off theoriemodel kosten

(aanpassingskosten of transactiekosten genoemd). Deze kosten verhinderen dat de schulden meteen naar het beoogde niveau zullen transformeren. Als bijvoorbeeld externe gebeurtenissen of interne prestaties ervoor zorgen dat het huidige schuldniveau van het bedrijf afwijkt van de doelstelling, zal het bedrijf zijn schuldgraad langzaam over verschillende perioden aanpassen in plaats van een plotselinge verandering door te voeren (Clark et al., 2009).

Uiteindelijk proberen beide theorieën te verklaren hoe bedrijven beslissen over hun optimale kapitaalstructuur door de hoogte van hun schuld, maar biedt het dynamische model een realistischer beeld door te erkennen dat aanpassingen langzaam in de tijd plaatsvinden en worden beïnvloed door praktische beperkingen (Ghazouani, T. 2013).

### **2.2.2.3 Trade-Off Theorie in familiebedrijven**

In de studie van Bauweraerts en Colot (2012) werden 210 Belgische private bedrijven (zowel familie- als niet-familiebedrijven) onderzocht tussen 2002 en 2010, gefocust op hun financiële gedrag. Er werd gebruik gemaakt van de eerder besproken trade-off theorie. Uit dit onderzoek van Bauweraerts en Colot (2012) blijkt dat private familiebedrijven en niet-familiebedrijven in België geneigd zijn om een streefratio voor schulden aan te houden, wat in lijn ligt met de bevindingen van Myers (1984) over de statische trade-off theorie. Uit het onderzoek blijkt ook dat familiebedrijven voorrang kunnen geven aan het behouden van een evenwicht tussen schulden en eigen vermogen om hun kapitaalstructuur te optimaliseren, ten opzichte van niet-familiebedrijven (Bauweraerts & Colot, 2012).

Hieruit vloeit de eerste hypothese:

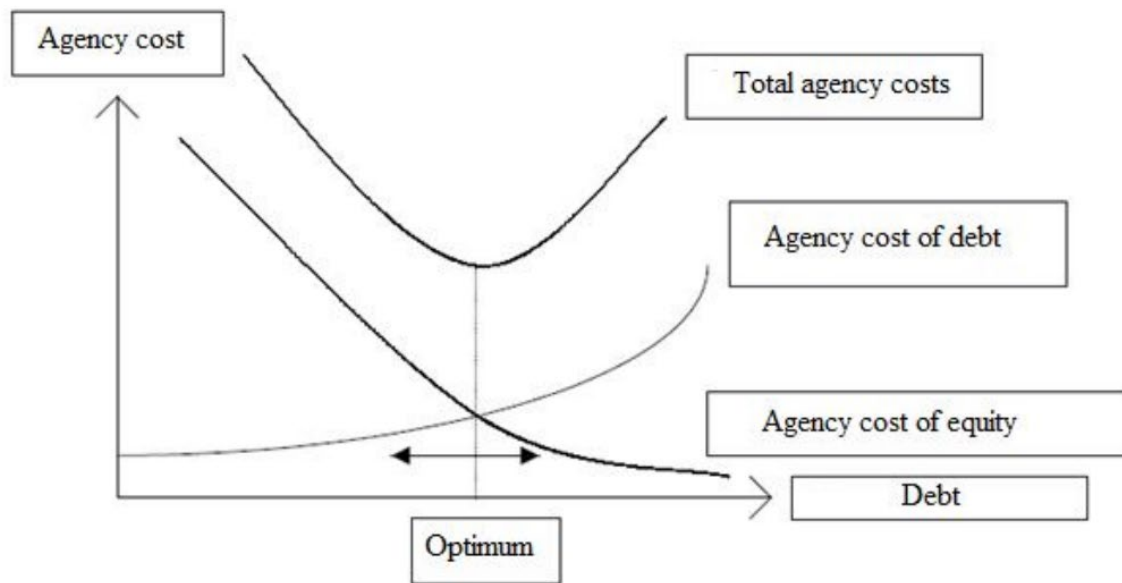
**Hypothese 1:** "Belgische private familiebedrijven streven naar een target schuldgraad."

## **2.2.3 Agency Theorie**

### **2.2.3.1 Financieringsstructuur en agency kosten**

Naast de afweging van kosten van schulden die de trade-off theorie weergeeft, is het ook belangrijk om de conflicten met betrekking tot agency weer te geven die hiermee gepaard gaan. De agency theorie biedt een kader voor het begrijpen van de relatie tussen kapitaalstructuur en bedrijfsprestaties door zich te richten op de belangenconflicten tussen verschillende belanghebbenden zoals managers, aandeelhouders en schuldeisers (Jensen & Meckling, 2019).

In figuur 2 hieronder worden de agency kosten van schulden met betrekking tot de financieringsstructuur visueel weergegeven.



**Figuur 2:** De financieringsstructuur en agency kosten van schulden (Jensen, 2000).

Agency conflicten ontstaan wanneer er een scheiding is tussen eigendom en controle binnen een bedrijf (Ghazouani, T. 2013). Dat betekent dat de mensen die eigenaar zijn van het bedrijf (aandeelhouders) niet dezelfde zijn als degenen die de dagelijkse beslissingen nemen (managers) of degenen die geld lenen (crediteuren) (Ghazouani, T. 2013). De agency theorie gaat ervan uit dat de managers (agenten) een eigenbelang hebben, beperkt rationeel zijn en andere doelen en risicovoorkeuren hebben dan de eigenaren (principalen) (Payne & Petrenko, 2019).

Eén van de belangrijkste conflicten over agency die in de theorie wordt besproken, is die tussen aandeelhouders en managers. Managers kunnen persoonlijke doelen en prikkels hebben die niet perfect overeenkomen met het maximaliseren van aandeelhouderswaarde (Ghazouani, T. 2013). Een manager kan er bijvoorbeeld de voorkeur aan geven om te veel contant geld te behouden of te investeren in projecten die hun macht vergroten, zelfs als deze beslissingen de winst van het bedrijf voor de eigenaars niet maximaliseren (Ghazouani, T. 2013). Vanuit beslissingen voor schuldfinanciering betekent dit dat managers de voorkeur kunnen geven aan financieringsbeslissingen die hun persoonlijk risico minimaliseren, zoals eigen vermogen, waarvoor geen regelmatige rentebetalingen nodig zijn (Payne & Petrenko, 2019). Aandeelhouders daarentegen kunnen de voorkeur geven aan schuldfinanciering om de belastingvoordelen te benutten die resulteren in een hoger rendement (Payne & Petrenko, 2019). Ook kunnen aandeelhouders opteren voor riskante projecten die gefinancierd zijn door schulden. Zo kunnen aandeelhouders grote rendementen ontvangen en genieten van een lagere aansprakelijkheid dan managers (Jensen & Meckling, 2019). Managers kunnen dus acties vermijden die hogere risico's met zich meebrengen, zelfs als die risico's mogelijk een hoger rendement voor de aandeelhouders opleveren, omdat ze bang zijn de schuld te krijgen als het fout gaat (Ghazouani, T. 2013).

De agency theorie suggereert, zoals weergegeven in *figuur 2*, dat er een optimaal punt is waar de voordelen van het verhogen van schulden worden afgewogen tegen de toegenomen kosten van conflicten tussen aandeelhouders en managers. Hoge schuld niveaus kunnen bijvoorbeeld de agency kosten verhogen vanwege het risico op financiële onrust, terwijl een overmaat aan eigen vermogen de zeggenschap kan verwateren en tot inefficiëntie kan leiden (Payne & Petrenko, 2019). Jensen en Meckling (2019) stelden dat een optimale kapitaalstructuur wordt bereikt wanneer de totale som van deze agency kosten geminimaliseerd worden. Dat betekent dat elke eenheid schuld zorgvuldig wordt afgewogen tegen de potentiële kosten van meer risico's nemen of gemakzucht van het management (Jensen & Meckling, 2019).

### **2.2.3.2 Agency Theorie in familiebedrijven**

In de context van familiebedrijven wordt de toepassing van de agency theorie genuanceerd door de overlapping van familie-, eigendoms- en managementsystemen (González et al., 2012). Er wordt binnen de agency theorieën dan ook een onderscheid gemaakt tussen een Type I en Type II agency relatie (Morresi & Naccarato, 2016). Type I wordt ook wel het primaire agency probleem genoemd en is het reeds besproken belangenconflict tussen managers, aandeelhouders en crediteuren. Een Type II agency relatie legt de nadruk op de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders (Morresi & Naccarato, 2016). Familiebedrijven, vooral die met geconcentreerd familiebezit, kan het specifieke belangenconflict van Type I minder sterk optreden omdat de familie, als opdrachtgever en vaak ook als manager, een sterke stimulans heeft om het voortbestaan van het bedrijf op lange termijn te garanderen, aangezien hun persoonlijke rijkdom rechtstreeks gekoppeld is aan de prestaties van het bedrijf (González et al., 2012). Er is bij familiebedrijven dus sprake van een directe betrokkenheid van de familie bij het management en in de raad van bestuur, wat kan leiden tot een effectiever toezicht en een beter begrip van de bedrijfsactiviteiten. Deze afstemming kan de monitoringkosten en dus de agency kosten die gepaard gaan met informatieasymmetrie en bestuurlijk opportunisme verminderen (González et al., 2012).

Zoals eerder vermeld in de literatuurstudie, streven familiebedrijven ernaar om opvolging naar de volgende generatie te garanderen (Botero et al., 2015). In het bijzonder de benoeming van familieleden in belangrijke managementfuncties, wat een bron kan zijn van conflicten (González et al., 2012). Wanneer familieleden worden aangesteld op basis van verwantschap in plaats van verdienste, kan dit leiden tot suboptimale prestaties en wrevel bij niet-familiale werknemers en minderheidsaandeelhouders (González et al., 2012). Uit het onderzoek van Morresi & Naccarato, (2016) wordt aangetoond dat het controlebehoud de primaire drijfveer is bij het kiezen van hun kapitaalstructuur, zelfs als dit leidt tot hogere schulden en potentieel hogere risico's voor minderheidsaandeelhouders.

## **2.2.4 Pecking order theorie**

### **2.2.4.1 Algemene Pecking order theorie**

Donaldson (1961) kwam met de pecking order theorie, die stelt dat bedrijven de financiering van hun interne activiteiten kiezen op basis van de kostprijs van deze financiering. De goedkoopste optie is interne financiering met eigen vermogen (ingehouden winst), gevolgd door schuldfinanciering (externe schuld) en tot slot externe financiering met eigen vermogen (nieuwe aandelen uitgeven) (Donaldson, 1961). De pecking order theorie stelt geen optimale schuldratio voorop, in tegenstelling tot de trade-off theorie (Serrasqueiro et al., 2011).

Myers en Majluf publiceerden in 1984 een meer geavanceerde versie van de pecking order theorie. Zij voegden asymmetrische informatie en transactiekosten toe aan Donaldson's pecking order model. Bedrijven kiezen een manier om aan geld te komen die de kosten voor beide partijen zo laag mogelijk houdt. Bedrijven geven bijvoorbeeld de voorkeur aan intern eigen vermogen boven extern eigen vermogen als financieringsbron omdat extern eigen vermogen hen meer asymmetrische informatie oplevert (Myers, 1984). Managers hebben doorgaans meer informatie over de waarde van het bedrijf dan buitenstaanders, wat leidt tot hogere leenkosten voor investeerders omdat de risico's hoger worden ingeschat (Myers, 1984). Zo kunnen aandelen als externe financiering bijvoorbeeld negatieve informatie naar de markt sturen, wat kan leiden tot hogere kosten (Myers, 1984).

### **2.2.4.2 Pecking order theorie in familiebedrijven**

In het onderzoek van Jansen et al., (2022) naar Belgische kleine en middelgrote familiebedrijven wordt de invloed van socio-emotionele rijkdom (SEW) als aanvullende theoretische grondslag gezien voor het verklaren van de voorkeur van financieringsbeslissingen. Met socio-emotionele rijkdom wordt hier de controle en invloed van de familie, alsook de vernieuwing van familiebanden door dynastieke successie bedoeld. Uit het onderzoek wordt geconcludeerd dat familiebedrijven prioriteit geven aan interne fondsen, gevolgd door bankschulden, vervolgens familiekapitaal en ten slotte extern kapitaal. Deze voorkeur is grotendeels gedreven door hun wens om de controle te behouden en de dynastieke opvolging te verzekeren (Jansen et al., 2022).

## **2.3. De aanpassingssnelheid naar een target schuldgraad**

Uit het idee van de dynamische trade-off theorie wordt afgeleid dat bedrijven hun beoogde kapitaalstructuur niet meteen kunnen hanteren (Clark et al., 2009). Dat komt omdat bedrijven te maken krijgen met aanpassingskosten of transactiekosten (Clark et al., 2009). Met transactiekosten worden de directe kosten bedoeld die gepaard gaan met de aflossing van bestaande financieringsschulden of wanneer een onderneming een nieuwe financiering aangaat (Drobetz et al., 2007). Voorbeelden van zulke kosten zijn emissiekosten (vergoedingen aan verzekeraars en investeringsbanken), juridische kosten en administratieve kosten. Deze kosten kunnen aanzienlijk zijn en kunnen de netto-opbrengst van de financiering verminderen (Drobetz et al., 2007).

Naast de aanwezigheid van transactiekosten kunnen er nog andere aanpassingskosten van toepassing zijn bij de aanpassing van de kapitaalstructuur, zoals kosten van informatie-asymmetrie (Drobetz et al., 2007). Deze kosten vloeien voort uit het feit dat het management van een onderneming doorgaans meer en betere informatie heeft over de waarde en vooruitzichten van het bedrijf dan externe investeerders (Drobetz et al., 2007). Zo kan het aantrekken van nieuwe schulden door kredietbeoordelaars en investeerders gezien worden als een verhoging van het financiële risico, wat kan leiden tot een lagere kredietrating en hogere rentetarieven op toekomstige leningen (Drobetz et al., 2007).

Over de toepassing van het specifieke concept van informatie-asymmetrie op familiebedrijven, zijn er inconsistente bevindingen in de literatuur. Er wordt bij familiebedrijven namelijk vaak onderzocht wat de invloed is van familiebezit op informatie-asymmetrie en beslissingen over de kapitaalstructuur. Uit het onderzoek van Morresi & Naccarato, (2016) blijkt dat informatie-asymmetrie minder optreedt bij familiebedrijven. Wanneer er in het onderzoek sprake is van een 'controlerende familie' (ten minste 30% van de stemrechten is in handen van de familie bij familiebedrijven in Italië), blijkt er een sterke band te zijn tussen kredietverstrekkers en de familie (Morresi & Naccarato, 2016). Als direct gevolg van deze sterke banden is er onderhandelingsruimte en ervaren familiebedrijven lagere kosten van schulden in vergelijking met niet-familiebedrijven. Ondanks de voordelen van schuldfinanciering passen familiebedrijven hun schuldratio's langzamer aan naar een beoogd niveau dan niet-familiebedrijven (Morresi & Naccarato, 2016). Dat komt doordat de kosten van afwijkingen van het optimale schuldniveau lager zijn voor familiebedrijven, juist vanwege de onderhandelingsruimte die de nauwe banden met banken bieden (Morresi & Naccarato, 2016). Echter blijkt uit het onderzoek van Kayo et al., (2018) en Nguyen et al., (2023) dat er bij familiebedrijven een hogere mate van informatie-asymmetrie heerst. Wanneer een familie een aanzienlijk deel van de aandelen in handen heeft, kan dat leiden tot beperkte transparantie voor externe investeerders zoals kapitaalverschaffers (Nguyen et al., 2023). Deze investeerders hebben dan minder zicht op de interne besluitvorming en de financiële positie van het bedrijf, waardoor het lastiger is om risico's in te schatten. Dat heeft dan als gevolg dat het de toegang tot externe financiering kan bemoeilijken (Nguyen et al., 2023).

Uit het onderzoek van Nguyen et al., 2023 blijkt ook dat een hogere eigendomsconcentratie bij familiebedrijven bijdraagt aan een tragere aanpassing van de kapitaalstructuur. Hiervoor wordt verwezen naar de Type II agency conflicten tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders (Nguyen et al., 2023). In het onderzoek worden de negatieve effecten van hogere transactiekosten versterkt wanneer de eigendomsconcentratie van de familie hoog is (Nguyen et al., 2023). Het onderzoek van Pindado et al., (2015), bevestigt dat bij familiebedrijven de Type II agency conflicten tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders kunnen leiden tot een meer uitgesproken pecking order gedrag. Dat wil zeggen dat hierdoor de neiging kan bestaan om interne financiering te kiezen boven externe schuld (Pindado et al., 2015). Desondanks deze bevinding toont het onderzoek aan dat de aanwezigheid van familiale CEO's in een onderneming aanzienlijk kan bijdragen aan een snellere aanpassing van de kapitaalstructuur (Pindado et al., 2015). Dat komt volgens Pindado et al., (2015) omdat een familiale CEO ervoor kan zorgen dat er een flexibele besluitvorming is binnen de onderneming. Hoewel een hogere mate van familiecontrole een negatieve invloed kan hebben op de



aanpassingssnelheid van de kapitaalstructuur (Gallo et al., 2000), kan de aanwezigheid van een familiale CEO dit effect compenseren (González et al. 2013).

Er zijn ook factoren die een invloed hebben op de heersende informatie-asymmetrie van een bedrijf (Darmadi & Sodikin, 2013). Bedrijven kunnen volgens Darmadi & Sodikin, (2013) strategisch kiezen voor mechanismen om informatie-asymmetrie te beperken. Een belangrijke methode hiervoor is de vrijwillige openbaarmaking van informatie, met name via het jaarverslag. Door meer informatie proactief te delen kunnen bedrijven de kloof tussen de informatie die beschikbaar is voor insiders (zoals het management en de familie) en die voor buitenstaanders (zoals investeerders) verkleinen. Dit draagt bij aan een transparante bedrijfsvoering en kan het vertrouwen van investeerders vergroten (Darmadi & Sodikin, 2013). Echter blijkt ook uit het onderzoek dat familiecontrole een negatieve en substantiële invloed heeft op de mate van openbaarmaking. Dat betekent dat familiebedrijven minder geneigd zijn om aanvullende vrijwillige informatie openbaar te maken (Darmadi & Sodikin, 2013). Een reden hiervoor kan zijn omdat de familie volgens het onderzoek vaak geniet van 'private benefits'. Hiermee wordt bedoeld dat de familie geniet van bonussen, gebruik van bedrijfsmiddelen voor persoonlijke doeleinden en het behoud van controle en invloed, zelfs als dit niet de meest winstgevende optie is (Darmadi & Sodikin, 2013).

Ondanks de voorgaande besproken aanpassingskosten voeren bedrijven aanpassingen in hun kapitaalstructuur door omdat de voordelen van de overgang naar een optimale kapitaalstructuur, zoals lagere kapitaalkosten of meer financiële flexibiliteit, zwaarder wegen dan de aanpassingskosten (Drobetz et al., 2007).

Serrasqueiro et al., (2020), onderzochten bij private familiebedrijven wat de impact is van de afwijking van de doel-ratio op de aanpassingssnelheid voor zowel kortlopende als langlopende schulden. De bevindingen van het onderzoek tonen aan dat een afwijking van de doel-schuldratio een negatieve impact heeft op de aanpassingssnelheid, zowel voor kortlopende als langlopende schulden (Serrasqueiro et al., 2020). Dit impliceert dat hoe verder een bedrijf verwijderd is van zijn ideale schuldniveau, hoe langzamer het zich aanpast. Deze afwijkingen van de target schuldgraad leiden tot wat het onderzoek "afwijkingskosten" noemt. Dat zijn de kosten van het niet aanpassen van de schuldgraad, zoals hogere financieringskosten, gemiste investeringskansen of het risico op insolventie (Serrasqueiro et al., 2020). De kern van het onderzoek focust zich op de vergelijking tussen deze afwijkingskosten en de aanpassingskosten (oftewel de reeds besproken transactiekosten die gepaard gaan met het wijzigen van de kapitaalstructuur) (Serrasqueiro et al., 2020). Wanneer familiebedrijven afwijken van hun target schuldgraad, hebben ze te maken met afwijkingskosten die lager zijn dan de transactiekosten (Serrasqueiro et al., 2020). Deze bevinding draagt ook bij aan de verklaring waarom familiebedrijven zich trager aanpassen naar hun target schuldgraad dan niet-familiebedrijven (Serrasqueiro et al., 2020).

Er zijn al talloze studies die empirisch onderzocht hebben hoe snel een bedrijf zijn kapitaalstructuur aanpast naar het gewenste niveau. Uit de bevindingen van Morresi & Naccarato, (2016) blijkt dat familiebedrijven hun schuldratio's langzamer aanpassen dan niet-familiebedrijven. Bijvoorbeeld, niet-familiebedrijven dichten ongeveer 43% van de kloof tussen hun vroegere en gewenste

schuldniveaus binnen een jaar, terwijl familiebedrijven slechts ongeveer 34% dichten in dezelfde periode. Uit ander recent onderzoek blijkt dat bedrijven 58% van de tijd hun schulden aanpassen naar het beoogde target met een gemiddelde aanpassingssnelheid van 32% per jaar (Durnev, & Osobov, 2023). Wanneer bedrijven financieringsbeslissingen maken, dan houdt 81% van de bedrijven rekening met de beoogde schuldratio's (Flannery & Rangan, 2006).

Aan de hand van bovenstaande argumenten kan de tweede hypothese van deze masterproef geformuleerd worden:

**Hypothese 2:** "Belgische private familiebedrijven passen hun target schuldgraad trager aan dan Belgische private niet-familiebedrijven."

## **2.4. Antecedenten en belemmeringen van de target schuldgraad**

### **2.4.1 De grootte van het bedrijf**

Eén van de meest bekende determinanten die een invloed hebben op de snelheid waarmee een bedrijf zijn kapitaalstructuur kan aanpassen, is de grootte van het bedrijf (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009). Grotere bedrijven hebben de neiging om hun werkelijke schulden sneller aan te passen dan kleinere bedrijven, waardoor ze efficiënter zijn in het afstemmen van hun kapitaalstructuur op hun doelstellingen (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009).

De positieve relatie tussen de grootte van een bedrijf en de snelheid van schuldaanpassing kan worden verklaard door verschillende factoren. Grotere bedrijven hebben vaak meer gediversifieerde activiteiten, wat kan leiden tot minder volatiele financiële stromen en een kleiner risico op faillissement (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009). Deze verhoogde stabiliteit maakt ze aantrekkelijker voor crediteuren dan kleinere bedrijven.

Een volgende verklarende factor is de verminderde informatieasymmetrie die gepaard gaat met een grotere bedrijfsomvang (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009). Wanneer er minder informatieasymmetrie is tussen het bedrijf en externe agenten (zoals crediteuren), kan dit de transactiekosten in verband met schulden verlagen waardoor het voor grotere bedrijven makkelijker is om toegang te krijgen tot schulden en om deze aan te passen (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009).

Vanuit voorgaande argumenten wordt de derde hypothese geformuleerd als volgt:

**Hypothese 3:** "De grootte van een Belgisch privaat familiebedrijf heeft een positieve invloed op de aanpassingssnelheid naar haar target schuldgraad."

#### **2.4.2 De winstgevendheid van het bedrijf**

De volgende determinant die een invloed heeft op de snelheid waarmee een onderneming zich aanpast naar haar beoogde kapitaalstructuur, is de winstgevendheid (Lemma & Negash, 2014).

Uit het onderzoek van Lemma & Negash, (2014), blijkt dat er een positieve relatie bestaat tussen de winstgevendheid van een bedrijf en de snelheid waarmee het zijn kapitaalstructuur aanpast. Meer specifiek hebben winstgevendere ondernemingen de neiging sneller hun kapitaalstructuur bij te sturen dan minder winstgevende bedrijven. Dat impliceert dat bedrijven met hogere winsten beter in staat zijn om afwijkingen van hun optimale kapitaalstructuur snel te corrigeren (Lemma & Negash, 2014).

De hogere aanpassingssnelheid kan te wijten zijn aan dat winstgevende bedrijven beschikken over meer interne financieringsbronnen, zoals ingehouden winsten. Deze interne middelen kunnen gebruikt worden om schulden af te lossen of nieuwe investeringen te doen, zonder direct afhankelijk te zijn van externe kapitaalmarkten (Lemma & Negash, 2014). Daarnaast kan een hoge winstgevendheid ook worden gezien als indicatie van een sterke financiële positie, wat de kredietwaardigheid van het bedrijf verbetert. Hierdoor verkrijgen winstgevende bedrijven doorgaans gemakkelijker en tegen gunstigere voorwaarden toegang tot externe financiering (Lemma & Negash, 2014).

Zo wordt bekomen tot de vierde hypothese van deze masterproef:

**Hypothese 4:** "De winstgevendheid van een Belgisch privaat familiebedrijf heeft een positieve invloed op de aanpassingssnelheid naar haar target schuldgraad."

## Hoofdstuk 3: Onderzoeksmethode

### 3.1. Steekproefselectie

De gegevens die gebruikt worden om de hypothesen te testen zijn afkomstig uit de Belfirst databank van Bureau Van Dijk, waardoor het hier gaat om secundaire data. Deze databank van Moody's Analytics Bureau van Dijk bevat gedetailleerde financiële-, juridische- en eigendomsinformatie van Belgische en Luxemburgse bedrijven (Belfirst, 2024). In deze masterproef wordt de paneldata onderzocht van bedrijven tussen 2019 en 2023. Het jaar 2023 is gekozen als meest recente jaar, omdat de gegevens voor 2024 nog onvolledig zijn. Zo kon een volledige en consistente dataset gebruikt worden. Omdat deze masterproef zich toespitst op Belgische private familiebedrijven, moet de paneldata voldoen aan enkele voorwaarden. Zo moet de status van de bedrijven op *actief* staan, moet het gaan om *private of niet-beursgenoteerde* bedrijven en moet de laatste neerlegging van een jaarrekening gebeurd zijn in 2023 (en moeten de jaarrekeningen van de *voorgaande vijf jaar beschikbaar zijn*). De toegepaste zoekstrategie die wordt toegepast, wordt in *Tabel 1* hieronder weergegeven. In het onderzoek van Flannery en Rangan (2006) worden gereguleerde nutsbedrijven en financiële bedrijven uitgesloten van de steekproef. De reden hiervoor is dat hun kapitaalbeslissingen mogelijk afwijken door specifieke factoren die uniek zijn voor de financiële sector of hun kapitaalbeslissingen beïnvloed worden door bijzondere regulerende factoren die niet representatief zijn voor andere industrieën. Deze uitsluiting gebeurt in *Zoek ID 6* van *Tabel 1*.

| Zoek - ID | Boleaanse operator | Zoek voorwaarde                                                                                                                                                                                                 |
|-----------|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1         | EN                 | Rechtstoestand – statuut - actieve ondernemingen                                                                                                                                                                |
| 2         | EN                 | Koersinformatie – niet-beursgenoteerde ondernemingen                                                                                                                                                            |
| 3         | EN                 | Type jaarrekening en beschikbaarheid – Aantal jaren met een rekening: 5 jaren                                                                                                                                   |
| 4         | EN                 | Type jaarrekening en beschikbaarheid – Laatste jaar met rekeningen: 2023                                                                                                                                        |
| 5         | EN                 | Ondernemingen met aandeelhouders – Kenmerken aandeelhouders – Gevestigd in België en één of meer bij naam genoemde individu(en) of familie(s), in het bezit van samen tussen de 50,01% en 100% van de aandelen. |
| 6         | EN NIET            | Activiteiten – NACE-BEL 2008: 35, 36, 37, 38, 39, 42, 64, 65, 66, 84, 85, 86, 87, 88, 91                                                                                                                        |

**Tabel 1:** Toegepaste zoekstrategie uit de Belfirst databank van Bureau van Dijk voor familiebedrijven

Hierbij wordt bekomen tot een steekproef van 2.795 Belgische private familiebedrijven. Om een antwoord te bieden op Hypothese 2 van deze masterproef, moet er ook een sample van Belgische private niet-familiebedrijven genomen worden, aangezien hierbij de vergelijking gemaakt wordt tussen Belgische private familie- en niet-familiebedrijven. De steekproef van de Belgische private niet-familiebedrijven wordt bekomen door de zoekstrategie van *Tabel 1* te hanteren, maar de Boleaanse operator van *Zoek ID 5* te wijzigen in '*EN NIET*'. Dat leidt tot een steekproef van 7.367 Belgische private niet-familiebedrijven. Deze steekproeven worden vervolgens geëxporteerd naar Excel omdat de variabelen niet rechtstreeks uit de databank bekomen kunnen worden. Wanneer deze

berekend zijn, wordt de data geëxporteerd naar het statistisch programma Stata om de hypothesen te testen.

## 3.2. Beschrijving van de variabelen

Om een antwoord te kunnen bieden op de gestelde hypothesen, wordt er in deze masterproef gebruikt gemaakt van het *standard partial adjustment* model van Flannery en Rangan (2006). Met behulp van dat model kan beschreven worden hoe bedrijven jaarlijks een deel van het verschil tussen hun huidige schuldgraad en hun targetschuldgraad dichten. In hoofdstuk 3.2 en 3.3 zal het model stap voor stap toegelicht en toegepast worden op de variabelen van de gestelde hypothesen en hoe deze variabelen gemeten kunnen worden.

### 3.2.1 De afhankelijke variabele

In het model van Flannery en Rangan (2006) is de target schuldgraad de afhankelijke variabele. Daarvoor moet eerst de schuldgraad bepaald worden. Aangezien deze masterproef zich toespitst op private bedrijven, wordt de boekhoudkundige waarde berekend voor de schuldgraad. De boekhoudkundige schuldgraad (BDR) wordt gedefinieerd als de som van langlopende en kortlopende schulden gedeeld door de totale activa van een onderneming (Flannery & Rangan, 2006). De studie vermeldt dat, hoewel de focus vaak ligt op marktwaarde-gebaseerde ratio's in de financiële theorie, de resultaten over het algemeen vergelijkbaar zijn wanneer zowel markt- als boekhoudkundige schuldratio's worden geanalyseerd. Dit suggereert dat de conclusies over de aanpassingssnelheid van de kapitaalstructuur ook gelden voor boekhoudkundige schuldgraden (Flannery & Rangan, 2006). Daaruit kan de schuldgraad gedefinieerd worden als volgt:

**Vergelijking 1:**

$$BDR_{i,t} = \frac{D_{i,t}}{A_{i,t}}$$

Waarin  $BDR_{i,t}$  staat voor de boekhoudkundige schuldgraad van onderneming  $i$  op tijdstip  $t$ . De teller  $D_{i,t}$  staat voor de schulden van onderneming  $i$  op tijdstip  $t$  en de noemer  $A_{i,t}$  staat voor de totale activa van van bedrijf  $i$  op tijdstip  $t$ .

Omdat de schuldgraad aangepast wordt door de jaren heen, is het essentieel om ook de target schuldgraad te definiëren. Deze wordt weergegeven als volgt:

**Vergelijking 2:**

$$BDR_{i,t+1}^* = \beta X_{i,t}$$

Waarin  $BDR_{i,t+1}^*$  staat voor de gewenste schuldratio waarnaar onderneming  $i$  streeft op tijdstip  $t+1$ . Daarnaast is  $\beta$  een coëfficiëntvector en is  $X_{i,t}$  een vector van de onafhankelijke variabelen uit hoofdstuk 3.2.2 die een invloed hebben op de target schuldgraad.

### 3.2.2 De onafhankelijke variabelen

De eerste onafhankelijke variabele is de grootte van het bedrijf. De grootte wordt gemeten door een natuurlijk logaritme te nemen van de totale activa (Flannery & Rangan, 2006). Grotere bedrijven beschikken over stabielere kasstromen en brengen minder risico met zich mee voor crediteuren. Daarnaast zorgt de betere informatievoorziening van een groter bedrijf voor lagere transactiekosten, wat het afsluiten en aanpassen van schuldfinanciering vergemakkelijkt (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009).

De volgende onafhankelijke variabele is de winstgevendheid van het bedrijf. Deze kan berekend worden volgens de *return on assets* (ROA) ratio, dat bekomen wordt door de verhouding tussen *earnings before interest and taxes* (EBIT) en de totale hoeveelheid activa (Lemma & Negash, 2014). Winstgevende bedrijven hebben vaak meer interne financieringsbronnen, zoals ingehouden winsten, waardoor ze minder afhankelijk zijn van externe financiering. Daarnaast duidt een hoge winstgevendheid op een sterke financiële positie, wat de kredietwaardigheid vergroot en de toegang tot externe middelen vergemakkelijkt (Lemma & Negash, 2014).

### 3.3. Het Standard partial adjustment model

Het uiteindelijke model dat Flannery en Rangan (2006) gebruiken om de aanpassingssnelheid naar de reeds geformuleerde target schuldgraad te bepalen, heet het *standard partial adjustment* model en wordt geformuleerd als volgt:

**Vergelijking 3:**

$$BDR_{i,t+1} - BDR_{i,t} = \lambda(BDR_{i,t+1}^* - BDR_{i,t}) + \delta_{i,t+1}$$

Waarin  $\lambda$  (lambda) weergeeft hoeveel een bedrijf elk jaar dichterbij hun gewenste target schuldgraad komt. Echter moet in de derde vergelijking, de target schuldgraad nog toegevoegd worden om tot een schatbaar regressiemodel te bekomen. Daaruit vloeit de vierde vergelijking:

**Vergelijking 4:**

$$BDR_{i,t+1} = (\lambda\beta)X_{i,t} + (1 - \lambda)BDR_{i,t} + \delta_{i,t+1}$$

Deze herschikte vergelijking is het schatbare model dat wordt gebruikt om de aanpassingssnelheid en de invloed van de onafhankelijke variabelen op de target schuldgraad te analyseren. Het impliceert dat managers 'actie' ondernemen om de kloof tussen hun huidige schuldgraad en hun gewenste schuldgraad te dichten (Flannery & Rangan, 2006).



## Hoofdstuk 4: Empirisch onderzoek

### 4.1. Beschrijvende statistiek

Voor deze masterproef werd gebruik gemaakt van een paneldataset van Bureau van Dijk, bestaande uit 36.410 waarnemingen voor niet-familiebedrijven en 13.841 waarnemingen voor familiebedrijven in een Belgische private context. Aangezien niet alle bedrijven in elk jaar gegevens beschikbaar hebben, gaat het om een *unbalanced panel data* en het aantal observaties varieert per onderneming en per jaar. Om de invloed van extreme uitschieters te beperken, werd er gekozen voor *winsorisatie*. De winsorisatie werd apart toegepast voor familiebedrijven en niet-familiebedrijven om te vermijden dat afwijkingen in één groep de winsorisatiegrenzen in de andere zouden beïnvloeden. Dat betekent dat voor beide groepen de waarden van elke variabele afzonderlijk zijn begrensd op het 1e en 99e percentiel. Deze keuze zorgt ervoor dat de uitschieters binnen elke groep geen vertekend beeld geven in de analyses, terwijl de spreiding binnen de groepen behouden wordt. In *Tabel 2* onderaan worden de beschrijvende statistieken voor beide steekproeven weergegeven.

De eerste variabele is de *boekhoudkundige schuldgraad (BDR)*. Voor niet-familiebedrijven bedraagt de gemiddelde BDR 1.48, met een mediaan van 1.02. De minimale waarde na winsorisatie ligt op 0.0044, terwijl het maximum 15.27 bedraagt. De standaarddeviatie van 2.07 wijst op aanzienlijke spreiding. Voor familiebedrijven ligt het gemiddelde op 1.17 en de mediaan op 0.99, met een iets lagere standaarddeviatie van 1.11. Ook hier varieert de BDR van 0.012 tot 8.67. Uit deze cijfers blijkt dat niet-familiebedrijven gemiddeld een hogere schuldgraad aanhouden dan familiebedrijven, wat zou kunnen wijzen op een grotere afhankelijkheid van externe financiering. Familiebedrijven lijken, gemiddeld genomen, terughoudender in het gebruik van schuldfinanciering. Deze bevinding stemt overeen met de literatuur. Een lagere schuldgraad bij familiebedrijven is vaak te wijten aan niet-economische doelen zoals de familiecontrole waarbij vaak de wens heerst om het bedrijf generaties lang binnen de familie te behouden (Gallo et al., 2000) (González et al., 2012) (Pindado et al., 2015). (Yanagisako, 2019) (Muñoz-Bullón et al., 2023).

De winstgevendheid, oftewel *return on assets (ROA)*, kent voor niet-familiebedrijven een gemiddelde van 0.039, met een mediaan van 0.074. De standaarddeviatie bedraagt 0.53, wat wijst op een redelijke spreiding. De waarden variëren van minimaal -3.07 tot maximaal 0.93. Bij familiebedrijven bedraagt de gemiddelde ROA 0.083, met een mediaan van 0.089. De spreiding is met een standaarddeviatie van 0.39 kleiner dan bij niet-familiebedrijven. Dit betekent dat familiebedrijven gemiddeld winstgevender zijn dan niet-familiebedrijven.

De grootte of *Size* van bedrijven werd gemeten via een natuurlijk logaritme op de totale activa. Niet-familiebedrijven hebben een gemiddelde Size van 5.01 en een mediaan van 4.93, met een standaarddeviatie van 1.70. Bij familiebedrijven ligt het gemiddelde alsook de mediaan op 4.94. De standaarddeviatie is hier 1.36, wat op minder spreiding wijst. Het verschil in gemiddelde grootte tussen beide groepen is dus beperkt, maar niet-familiebedrijven zijn gemiddeld iets groter.



|                       |             | Gemiddelde | Mediaan | Min     | Max    | SD     | N     |
|-----------------------|-------------|------------|---------|---------|--------|--------|-------|
| <b>Niet-</b>          | <b>BDR</b>  | 1.4801     | 1.0239  | 0.0044  | 15.266 | 2.0725 | 36410 |
| <b>Familiebedrijf</b> | <b>ROA</b>  | 0.0390     | 0.0735  | -3.0663 | 0.9287 | 0.5276 | 31293 |
|                       | <b>Size</b> | 5.0100     | 4.9331  | 0.6931  | 9.3706 | 1.6961 | 36410 |
| <b>Familiebedrijf</b> | <b>BDR</b>  | 1.1710     | 0.9898  | 0.1218  | 8.6734 | 1.11   | 13841 |
|                       | <b>ROA</b>  | 0.0831     | 0.0898  | -2.0758 | 0.9054 | 0.3939 | 13457 |
|                       | <b>Size</b> | 4.9425     | 4.9426  | 1.0729  | 8.3893 | 1.3601 | 13841 |

**Tabel 2:** Beschrijvende statistieken

## 4.2. Correlaties

Om na te gaan in welke mate de boekhoudkundige schuldgraad (BDR) samenhangt met andere relevante variabelen, wordt een correlatietest uitgevoerd. De focus ligt op de relaties tussen BDR en drie variabelen: winstgevendheid (ROA), bedrijfsgrootte (Size), en de lagged BDR (LBDR). De LBDR representeert de schuldgraad van het voorgaande jaar en is cruciaal in het kader van het partial adjustment model van Flannery en Rangan (2006). De analyses werden apart uitgevoerd voor familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Op deze manier kan onderzocht worden of de relaties tussen deze variabelen verschillen naargelang het type onderneming. De significantie werd getest op drie niveaus: 1%, 5% en 10%. Alle gerapporteerde correlaties zijn significant op het 1%-niveau ( $p < 0.01$ ).

Bij niet-familiebedrijven werd een duidelijke negatieve correlatie vastgesteld tussen ROA en BDR ( $r = -0.5952$ ). Dit wijst erop dat winstgevendere bedrijven doorgaans minder schulden aanhouden. Ook bij familiebedrijven werd een negatieve samenhang gevonden ( $r = -0.5426$ ), wat in lijn ligt met de pecking order theorie. De negatieve relatie is echter iets sterker bij niet-familiebedrijven, wat suggereert dat winst meer invloed heeft op de kapitaalstructuur bij ondernemingen zonder familiale controle.

Er is ook een negatieve correlatie tussen bedrijfsgrootte en BDR bij niet-familiebedrijven ( $r = -0.2937$ ). Grotere bedrijven lijken dus gemiddeld minder schulden aan te houden. Bij familiebedrijven is dit verband iets zwakker ( $r = -0.2448$ ), maar nog steeds negatief. Beide resultaten wijzen erop dat grotere ondernemingen makkelijker toegang hebben tot interne financiering of prefereren om schulden te vermijden, mogelijk om controle te behouden.

De correlatie tussen de huidige BDR en de lagged BDR (LBDR) is sterk positief in beide groepen ( $r = 0.7646$  voor niet-familiebedrijven en  $r = 0.7640$  voor familiebedrijven). Dit duidt erop dat de schuldgraad van een onderneming sterk afhankelijk is van haar vorige schuldgraad, wat ondersteuning biedt aan het partial adjustment model: bedrijven passen hun kapitaalstructuur dynamisch aan richting een target. De gelijkaardige sterkte van deze correlatie in beide groepen

suggereert dat dit dynamisch aanpassingsproces ongeacht de eigendomsstructuur consistent verloopt. Dit ligt in lijn met de dynamische trade-off theorie.

|                       |              | <b>BDR</b> | <b>ROA</b> | <b>Size</b> | <b>L.BDR</b> |
|-----------------------|--------------|------------|------------|-------------|--------------|
| <b>Niet-</b>          | <b>BDR</b>   | 1.000      |            |             |              |
| <b>Familiebedrijf</b> | <b>ROA</b>   | -0.5952*** | 1.000      |             |              |
|                       | <b>Size</b>  | -0.2937*** | 0.2671***  | 1.000       |              |
|                       | <b>L.BDR</b> | 0.7646***  | -0.3063*** | -0.2504***  | 1.000        |
| <b>Familiebedrijf</b> | <b>BDR</b>   | 1.000      |            |             |              |
|                       | <b>ROA</b>   | -0.5426*** | 1.000      |             |              |
|                       | <b>Size</b>  | -0.2448*** | 0.2392***  | 1.000       |              |
|                       | <b>L.BDR</b> | 0.7640***  | -0.2168*** | -0.2042***  | 1.000        |

\*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1

**Tabel 3:** *Correlatietabel*

Om na te gaan of er sprake is van multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen in het regressiemodel, werd een Variance Inflation Factor (VIF) analyse uitgevoerd. Multicollineariteit kan de betrouwbaarheid van regressiecoëfficiënten ondermijnen doordat overlappende verklaringskracht tussen variabelen de standaardfouten vergroot. Een VIF-waarde groter dan 10 wijst doorgaans op een hoge waarde voor multicollineariteit, hoewel in de literatuur ook lagere drempels, zoals 5 of 2.5, als indicatie worden gebruikt, afhankelijk van het onderzoeksveld en de context (O'Brien, 2007). De VIF-analyse wordt afzonderlijk uitgevoerd voor familiebedrijven en niet-familiebedrijven, aangezien de modellen per subgroep geanalyseerd worden. De resultaten zijn te vinden in *Tabel 4*.

Voor de groep niet-familiebedrijven bedroeg de gemiddelde VIF-waarde 1.13. De individuele VIF-waarden voor de variabelen ROA, L.BDR en Size lagen respectievelijk op 1.15, 1.14 en 1.11. Deze lage waarden duiden erop dat er geen sprake is van significante multicollineariteit tussen de opgenomen verklarende variabelen in het model voor niet-familiebedrijven.

Bij de familiebedrijven bedroeg de waarde van de gemiddelde VIF zelfs nog iets lager, namelijk 1.09. De afzonderlijke waarden voor ROA, Size en L.BDR kwamen uit op respectievelijk 1.11, 1.10 en 1.07. Ook hier wordt vastgesteld dat de verklarende variabelen slechts in beperkte mate met elkaar correleren, wat inhoudt dat de schattingen in het regressiemodel betrouwbaar zijn en niet vertekend worden door overlappende verklaringskracht.

| Familiebedrijven |      |        | Niet-Familiebedrijven |        |
|------------------|------|--------|-----------------------|--------|
|                  | VIF  | 1/VIF  | VIF                   | 1/VIF  |
| ROA              | 1.11 | 0.8992 | 1.15                  | 0.8676 |
| Size             | 1.10 | 0.9098 | 1.14                  | 0.8787 |
| L.BDR            | 1.07 | 0.9346 | 1.11                  | 0.9019 |
| Mean VIF         | 1.09 |        | 1.13                  |        |

**Tabel 4:** *Variance Inflation Factor*

### 4.3. Hausman-test

Voor het testen van hypothese 3 en 4, die betrekking hebben op de invloed van de grootte (Size) en winstgevendheid (ROA) op de aanpassingssnelheid naar de target schuldgraad van Belgische private familiebedrijven en niet-familiebedrijven, is het van essentieel belang om het juiste regressiemodel te kiezen. Meer specifiek moet een keuze gemaakt worden tussen het gebruik van een fixed effects-model (FE) of een random effects-model (RE). Deze keuze wordt bepaald aan de hand van de Hausman-test.

De Hausman-test toetst of de geschatte coëfficiënten van het random effects-model systematisch verschillen ten opzichte van die van het fixed effects-model. De nulhypothese ( $H_0$ ) stelt dat er geen systematisch verschil is tussen de geschatte coëfficiënten van beide modellen, wat impliceert dat het random effects-model gepast is. Indien de nulhypothese wordt verworpen, is het fixed effects-model aangewezen omdat het consistente schattingen oplevert. Aangezien deze masterproef focust op verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven, is de Hausman-test afzonderlijk uitgevoerd voor beide groepen. De resultaten van deze afzonderlijke testen zijn terug te vinden in *Tabel 5*.

Bij zowel de familiebedrijven als de niet-familiebedrijven werd de nulhypothese van de Hausman-test verworpen met een p-waarde  $< 0.01$ . Dat wil zeggen dat er sprake is van systematische verschillen tussen de coëfficiënten van het random effects-model (RE) en het fixed effects-model (FE). De waarde  $\chi^2(3)$  geeft aan dat de test werd uitgevoerd op drie onafhankelijke variabelen, namelijk de roa, size en lldr. De bekomen chi-kwadraatwaarden van 2829.75 voor de familiebedrijven en 8047.38 voor de niet-familiebedrijven, telkens met een p-waarde van 0.0000, wijzen op significante verschillen tussen de twee modellen. Dat betekent dat het random effects-model ongeschikt is, omdat het uitgaat van geen correlatie tussen de individuele effecten en de verklarende variabelen. Bijgevolg zijn de fixed effects-modellen de correcte keuze en leveren ze consistente en betrouwbare resultaten op voor beide groepen.

|                              | Chi <sup>2</sup> (3) | p-waarde |
|------------------------------|----------------------|----------|
| <b>Familiebedrijven</b>      | 2829.75              | 0.0000   |
| <b>Niet-familiebedrijven</b> | 8047.38              | 0.0000   |

**Tabel 5:** Hausman-test

#### 4.4. Hypothesetesten

Om hypothese 1 en 2 te testen, werd het standard partial adjustment model van Flannery & Rangan (2006) gebruikt met een fixed effects regressie, gescheiden voor familie- en niet-familiebedrijven. Er waren 10.666 observaties bij de familiebedrijven staal en 24.823 observaties bij de niet-familiebedrijven. De keuze voor een fixed effects model is gerechtvaardigd op basis van de Hausman-test in Hoofdstuk 4.3.

De resultaten, weergegeven in *Tabel 6*, tonen aan dat de coëfficiënt op de lagged dependent variabele LBDR positief en significant is in beide groepen. Dit bevestigt dat zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven zich jaarlijks gedeeltelijk aanpassen naar een onderliggende targetschuldgraad. Dat bevestigt hypothese 1 en ligt in lijn met bevindingen van Bauweraerts & Colot, (2012).

Op basis van de coëfficiënt op LBDR kan de aanpassingssnelheid  $\lambda$  worden berekend als  $\lambda = 1 - L.BDR$ . Voor familiebedrijven is  $\lambda$  gelijk aan 0.641, wat betekent dat zij jaarlijks gemiddeld 64,1% dichter bij hun targetschuldgraad komen. Bij niet-familiebedrijven is deze snelheid iets hoger: 0.689. Dit ondersteunt hypothese 2, die stelt dat familiebedrijven trager hun targetschuldgraad bereiken dan niet-familiebedrijven. Deze bevinding stemt overeen met de literatuur, die verschillende argumenten geeft waarom familiebedrijven hun schulden trager zouden aanpassen dan niet-familiebedrijven. Wanneer familiebedrijven afwijken van hun target schuldgraad, hebben ze volgens Serrasqueiro et al., (2020) namelijk te maken met afwijkingskosten die lager zijn dan de transactiekosten. Een volgende reden kan zijn dat er in familiebedrijven een hogere mate van informatie-asymmetrie heerst omdat de familie door hun zeggenschap zorgt voor beperkte transparantie voor externe investeerders (Nguyen et al., 2023). Het zou ook kunnen dat de aanpassingssnelheid vertraagd wordt door de onderhandelingsruimte die familiebedrijven hebben door hun nauwe banden met kredietverstrekkers (Morresi & Naccarato, 2016).

Tot slot blijkt uit de negatieve en significante coëfficiënten van de ROA en Size dat de winstgevendheid en bedrijfsgrootte samenhangen met lagere schuldratio's. Dit is in lijn met de pecking order-theorie, en suggereert dat bedrijven met meer interne middelen een mindere voorkeur hebben voor externe financiering (Jansen et al., 2022).

| Familiebedrijf                      |              |       |          | Niet-Familiebedrijf |       |          |
|-------------------------------------|--------------|-------|----------|---------------------|-------|----------|
|                                     | Coëfficiënt  | SE    | p-waarde | Coëfficiënt         | SE    | p-waarde |
| <b>L.BDR</b>                        | 0.359***     | 0.039 | 0.000    | 0.311***            | 0.023 | 0.000    |
| <b>ROA</b>                          | -0.959***    | 0.061 | 0.000    | -1.337***           | 0.059 | 0.000    |
| <b>Size</b>                         | -0.155***    | 0.034 | 0.000    | -0.328***           | 0.033 | 0.000    |
| <b><math>\lambda=1-L.BDR</math></b> | <b>0.641</b> |       |          | <b>0.689</b>        |       |          |

\*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1

**Tabel 6:** Fixed effect model H1 en H2

In de derde hypothese werd gesteld dat de grootte (Size) van een Belgisch privaat familiebedrijf een positieve invloed heeft op de aanpassingssnelheid naar de beoogde target schuldgraad. Om deze hypothese te testen, werd gebruik gemaakt van een interactieterm tussen de lagged schuldgraad (L.BDR) en de continue variabele Size. Door middel van deze methode kan getest worden of de grootte van een onderneming de impact van L.BDR op BDR (de aanpassingssnelheid naar de target schuldgraad) beïnvloedt. De analyse is uitgevoerd met het fixed effects model, overeenkomstig de bevindingen uit de Hausman-test van Hoofdstuk 4.3, waarbij beide groepen (familiebedrijven en niet-familiebedrijven) afzonderlijk worden getest. De resultaten van de test zijn te vinden in *Tabel 7*.

De coëfficiënt van de interactieterm L.BDR  $\times$  Size is negatief en statistisch significant op het 1%-niveau, zowel voor familiebedrijven (-0.093) als voor niet-familiebedrijven (-0.116). Dit betekent dat, naarmate bedrijven groter zijn, de positieve relatie tussen de lagged schuldgraad en de actuele schuldgraad afneemt. Dat wil zeggen dat grotere bedrijven hun schuldgraad trager aanpassen naar hun beoogde targetschuldgraad.

Dit resultaat staat haaks op wat verondersteld werd in hypothese 3 en de literatuur, waarin verwacht werd dat grotere familiebedrijven hun schuldgraad sneller zouden aanpassen dan kleinere (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009). De negatieve interactiecoëfficiënt suggereert dat kleinere familiebedrijven sneller reageren om hun financiële structuur bij te sturen. Dezelfde trend heerst ook voor niet-familiebedrijven, waar het effect zelfs sterker is.

|                               | Familiebedrijf | Niet-Familiebedrijf |
|-------------------------------|----------------|---------------------|
| <b>L.BDR</b>                  | 0.661***       | 0.637***            |
| <b>Size</b>                   | -0.044         | -0.142***           |
| <b>ROA</b>                    | -0.916***      | -1.224***           |
| <b>L.BDR x Size</b>           | -0.093***      | -0.116***           |
| <b>Observaties</b>            | 10666          | 24823               |
| <b>R<sup>2</sup> (binnen)</b> | 0.331          | 0.402               |

\*\*\*p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1

**Tabel 7:** Fixed effect model H3

De vierde en laatste hypothese stelt dat de winstgevendheid (ROA) van een Belgisch privaat familiebedrijf een positieve invloed heeft op de aanpassingssnelheid naar de target schuldgraad. Ook hier werd een interactieterm toegevoegd tussen de lagged schuldgraad (L.BDR) en ROA. Hiermee wordt getest of de mate waarin bedrijven dichter bij hun target schuldgraad komen (de aanpassingssnelheid,  $\lambda$ ) afhangt van hun winstgevendheid. In lijn met eerdere hypothesen werd er opnieuw gebruikgemaakt van een fixed effects regressiemodel, afzonderlijk geschat voor familiebedrijven en niet-familiebedrijven. De regressieresultaten van deze test zijn terug te vinden in *Tabel 8*.

De variabele L.BDR x ROA stelt de interactieterm voor. Een negatieve coëfficiënt betekent dat een hogere winstgevendheid de aanpassingssnelheid naar de target schuldgraad verlaagt. Bij familiebedrijven is de interactieterm (L.BDR x ROA) negatief en zwak significant ( $p = 0.061$ ), wat wijst op een licht negatieve invloed van winstgevendheid op de aanpassingssnelheid. Met andere woorden, winstgevendere familiebedrijven passen zich iets trager aan richting hun target schuldgraad. Voor niet-familiebedrijven is deze negatieve invloed sterker en significant op het 1%-niveau, wat betekent dat een hogere winstgevendheid bij deze groep een duidelijk negatieve invloed heeft op de aanpassingssnelheid. Deze bevinding staat haaks op de besproken literatuur van Lemma & Negash, (2014) die stelt dat winstgevende bedrijven beschikken over meer interne financieringsbronnen, zoals ingehouden winsten en daardoor sneller in staat zijn om hun schuldgraad aan te passen dan minder winstgevende bedrijven.

|                               | <b>Familiebedrijf</b> | <b>Niet-Familiebedrijf</b> |
|-------------------------------|-----------------------|----------------------------|
| <b>L.BDR</b>                  | 0.342***              | 0.246***                   |
| <b>Size</b>                   | -0.158***             | -0.339***                  |
| <b>ROA</b>                    | -0.830***             | -0.980***                  |
| <b>L.BDR x ROA</b>            | -0.056*               | -0.096***                  |
| <b>Observaties</b>            | 10666                 | 24823                      |
| <b>R<sup>2</sup> (binnen)</b> | 0.311                 | 0.377                      |
| <b>Rho</b>                    | 0.552                 | 0.598                      |

\*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$

**Tabel 8:** Fixed effect model H4



## Hoofdstuk 5: Conclusie en discussie

In deze masterproef werd onderzocht of Belgische private familiebedrijven streven naar een target schuldgraad en hoe hun aanpassingsgedrag verschilt ten opzichte van niet-familiebedrijven. Daarnaast is er ook onderzocht hoe snel deze bedrijven zich begeven naar hun beoogde schuldgraad en wat de antecedenten en belemmeringen zijn van deze snelheid.

### 5.1. Algemene conclusie

Drobetz et al., (2007) stellen dat bedrijven aanpassingen in hun kapitaalstructuur doorvoeren wanneer de voordelen ervan zwaarder wegen dan de aanpassingskosten. Door deze aanpassingskosten kan de aanpassing naar een target schuldgraad niet eenmalig aangepast worden, maar wordt deze geleidelijk aan doorgevoerd (Clark et al., 2009). Om de aanpassingssnelheid richting een beoogde target schuldgraad te kwantificeren, werd er gebruik gemaakt van het standard partial adjustment model van Flannery en Rangan (2006), dat toelaat om de snelheid van aanpassing te meten via de parameter  $\lambda$  (lambda).

Uit de resultaten van de beschrijvende statistieken blijkt dat niet-familiebedrijven gemiddeld een hogere schuldgraad aanhouden dan familiebedrijven. Voor niet-familiebedrijven bedraagt de gemiddelde boekhoudkundige schuldgraad (BDR) 1.48, voor familiebedrijven ligt het gemiddelde op 1.17. De bevinding van een lagere schuldgraad bij familiebedrijven ligt in lijn met de literatuur en is vaak te wijten aan de niet-economische doelen van familiebedrijven zoals de familiecontrole waarbij vaak de wens heerst om het bedrijf generaties lang binnen de familie te behouden (González et al., 2012; Yanagisako, 2019; Muñoz-Bullón et al., 2023).

De eerste regressieanalyse toonde aan dat Belgische private familiebedrijven effectief streven naar een target schuldgraad. Dat blijkt uit de statistisch significante en positieve waarde voor de aanpassingssnelheid  $\lambda$ . Daardoor wordt bevestigd dat ondernemingen hun kapitaalstructuur niet willekeurig aanpassen, maar doelgericht streven naar een target schuldgraad. Zo kon de eerste hypothese bevestigd worden, die stelde dat Belgische private familiebedrijven streven naar een target schuldgraad. De aanpassingssnelheid  $\lambda$  werd vergeleken tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Voor familiebedrijven is  $\lambda$  gelijk aan 0.641 en voor niet-familiebedrijven 0.689, wat betekent dat niet-familiebedrijven jaarlijks relatief gemiddeld 7,5% sneller bij hun target schuldgraad komen dan familiebedrijven. Daarmee werd ook de tweede hypothese bevestigd, die stelde dat familiebedrijven hun schuldgraad trager aanpassen dan niet-familiebedrijven. Deze bevinding lag in lijn met de literatuur van Morresi & Naccarato, (2016), Serrasqueiro et al., (2020) en Nguyen et al., (2023) die elk argumenten hebben waarom de schuldgraad trager wordt aangepast bij familiebedrijven.

De derde hypothese stelde dat de grootte van een Belgisch privaat familiebedrijf een positieve invloed heeft op de aanpassingssnelheid naar haar target schuldgraad. Deze hypothese werd getest via een interactieterm tussen de lagged schuldgraad (L.BDR) en de variabele Size. De resultaten tonen aan dat de coëfficiënt van deze interactieterm negatief en statistisch significant is op het 1%-niveau,



zowel voor familiebedrijven (-0.093) als voor niet-familiebedrijven (-0.116). Dat wil zeggen dat naarmate bedrijven groter zijn, de positieve relatie tussen de lagged en de actuele schuldgraad afneemt. Deze bevinding is in contrast met de literatuur die stelt dat grotere bedrijven doorgaans beschikken over stabielere kasstromen, een lagere kans op faillissement en genieten van betere toegang tot externe financiering waardoor ze sneller kunnen reageren op afwijkingen van hun gewenste schuldgraad (Serrasqueiro & Rêgo Rogão, 2009). Daaruit volgt dat de derde hypothese wordt verworpen en er geconcludeerd kan worden dat grotere bedrijven hun schuldgraad net langzamer aanpassen.

De vierde en laatste hypothese stelde dat de winstgevendheid van een Belgisch privaat familiebedrijf een positieve invloed heeft op de aanpassingssnelheid naar haar target schuldgraad. De resultaten van deze test werden gemeten aan de hand van een interactieterm tussen de L.BDR en de ROA. Bij familiebedrijven is de interactieterm  $L.BDR \times ROA$  negatief (coëfficiënt = -0.014) en significant op het 10%-niveau ( $p = 0.061$ ), wat suggereert dat winstgevendere familiebedrijven zich iets trager aanpassen aan hun gewenste schuldgraad dan minder winstgevende familiebedrijven. Voor niet-familiebedrijven is deze relatie meer uitgesproken en sterk significant (coëfficiënt = -0.017;  $p < 0.01$ ), wat wijst op een duidelijke negatieve invloed van winstgevendheid op de snelheid van aanpassing naar de target schuldgraad. Deze bevindingen staan in contrast met de literatuur van Lemma en Negash (2014), die stelt dat winstgevende bedrijven sneller kunnen inspelen op afwijkingen van hun target schuldgraad dankzij hun grotere interne financieringscapaciteit en verhoogde kredietwaardigheid. Daaruit volgt dat de vierde hypothese wordt verworpen.

## **5.2. Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek**

Een eerste beperking van het onderzoek is de beperkte grootte en tijdspanne van de samples. In het onderzoek van Flannery en Rangan (2006) werden er 12.919 bedrijven onderzocht tussen 1965 en 2001 terwijl er in dit onderzoek 2.795 Belgische private familiebedrijven en 7.367 Belgische private niet-familiebedrijven onderzocht werden tussen 2019 en 2023. De aanpassingssnelheden van deze masterproef zijn ook bijna tweemaal zo groot (64,1 procent voor familiebedrijven en 68,9 procent voor niet-familiebedrijven) ten opzichte van het onderzoek van Flannery en Rangan (2006) (34 procent). Er wordt daarom aangeraden om in toekomstig onderzoek gebruik te maken van een langere tijdspanne dan vijf jaar.

Naast de besproken antecedenten *Size* en *Return on assets (ROA)*, zijn er nog tal van determinanten die een invloed hebben op de hefboomwerking van een bedrijf. Zo werd reeds besproken dat sectorspecifieke factoren een significante rol spelen bij de keuze van een schuldgraad (Koralun-Bereźnicka, 2018). Ook de aanwezigheid van een familiale CEO (Pindado et al., 2015) en de mate van familiale controle (Nguyen et al., 2023) hebben een invloed op de aanpassingssnelheid naar de beoogde target schuldgraad. Er is in deze masterproef geen rekening gehouden met deze factoren wat ook een beperking van dit onderzoek vormt. Het kan daarom interessant zijn voor toekomstig onderzoek om ook te onderzoeken wat de invloed van deze factoren is op de aanpassingssnelheid naar een target schuldgraad van Belgische private familiebedrijven.

### **5.3. Praktische implicaties**

De bevindingen van dit onderzoek bevestigen dat Belgische private familiebedrijven streven naar een target schuldgraad en zich trager aanpassen dan niet-familiebedrijven, terwijl bedrijfsomvang en winstgevendheid geen versnellende invloed hebben op dit proces. Dit wijst erop dat verschillen in aanpassingstempo in de onderzochte periode niet verklaard worden door deze twee factoren, maar mogelijk samenhangen met andere, in de literatuur beschreven elementen zoals afwijkingskosten, relaties met kredietverstrekkers of governance-kenmerken (Morresi & Naccarato, 2016; Serrasqueiro et al., 2020; Nguyen et al., 2023). Hoewel deze elementen in dit onderzoek niet zijn getest, bieden zij aanknopingspunten voor de interpretatie van de resultaten en voor toekomstig onderzoek.

In de praktijk betekent dit dat de optimalisatie van de kapitaalstructuur bij familiebedrijven niet vanzelf wordt versneld door groei in omvang of winstgevendheid, maar eerder afhankelijk lijkt van hun unieke kenmerken die in de literatuur naar voren komen. Dit betekent dat maatregelen vanuit de overheid, advies van financiële professionals en strategieën van kredietverstrekkers meer effect kunnen hebben als ze aansluiten bij de specifieke situatie van familiebedrijven. Beleidsmakers kunnen bijvoorbeeld kijken hoe ze de kosten en drempels rond de aanpassing van de kapitaalstructuur kunnen verlagen en tegelijkertijd zorgen dat familiebedrijven toegang krijgen tot externe financiering op een manier die hun wens om de controle binnen de familie te behouden respecteert.

Voor kredietverstrekkers en investeerders laat dit onderzoek zien dat familiebedrijven meestal wat langer de tijd nemen om hun financieringsstructuur aan te passen. Dat betekent dat het niet altijd realistisch is om te verwachten dat zij snel grote financiële herstructureringen doorvoeren of hun schuldgraad in korte tijd flink verhogen of verlagen. Daarom kan het voor banken, investeerders en andere financiers slim zijn om hun afspraken en verwachtingen daarop af te stemmen. Dat kan bijvoorbeeld door leningen aan te bieden met langere looptijden, waarbij de aflossingen over meer jaren worden gespreid. Ook kan gedacht worden aan flexibele financieringsvormen die zich aanpassen aan de ontwikkeling van het bedrijf, zoals aflossingsvrije periodes of investeringsconstructies waarbij de familie de zeggenschap behoudt. Zo krijgen familiebedrijven de ruimte om investeringen te doen en hun financieringsstructuur te verbeteren op een tempo dat past bij hun langetermijnstrategie, zonder onder druk te komen staan door te strakke financiële verplichtingen.

Voor accountants, adviseurs en auditors kan deze masterproef impliceren dat ze bij familiebedrijven niet genoeg hebben aan de cijfers alleen. Ze moeten ook begrijpen welke langetermijndoelen de familie heeft, hoe risicomijdend ze zijn en welke rol familiebetrokkenheid speelt in beslissingen. Een familiebedrijf dat bijvoorbeeld vooral gericht is op het doorgeven van het bedrijf aan de volgende generatie, zal misschien bewust minder schulden aangaan, zelfs als het bedrijf financieel sterk genoeg is om sneller te lenen. Door zulke achterliggende motieven mee te nemen in hun beoordeling en advies, zouden accountants, adviseurs en auditors veel beter kunne inschatten welke financiële keuzes haalbaar en passend zijn.



## Bibliografie

- Ahmeti, F., & Prenaj, B. (2015). A critical review of Modigliani and Miller's theorem of capital structure. *International Journal of Economics, Commerce and Management (IJECEM)*, 3(6).
- Allen, F. (2000). *Comparing financial systems*. MIT Press.
- Andersson, F., Johansson, D., Karlsson, J., Lodefalk, M., & Poldahl, A. (2017). The Characteristics and Performance of Family Firms : Exploiting information on ownership, governance and kinship using total population data. *Research Papers in Economics*.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(1), 59-92.
- Asker, J., Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2011). *Comparing the investment behavior of public and private firms* (No. w17394). National Bureau of Economic Research.
- Baum, C. F., Schaefer, D., & Talavera, O. (2007). The effects of short-term liabilities on profitability: A comparison of US and Germany. *Dorothea and Talavera, Oleksandr, The Effects of Short-Term Liabilities on Profitability: a Comparison of Us and Germany (February 14, 2007)*.
- Bauweraerts, J., & Colot, O. (2012). Pecking-order or static trade-off theory in family firms? Evidence from Belgium. *International Business Research*, 5(11), 1.
- Belfirst (2024). Krachtige Belgische & Luxemburgse bedrijfsinformatie. Retrieved from: <https://belfirst-r1.bvdinfo.com/version-20230811-9-1/Search.QuickSearch.serv? CID=893&product=belfirstneo>
- Bijlsma, M. J., & Zwart, G. T. (2013). *The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan* (No. 2013/02). Bruegel working paper.
- Billingsley, R. S., Smith, D. M., & Lamy, R. E. (1994). Simultaneous debt and equity issues and capital structure targets. *Journal of Financial Research*, 17(4), 495-516.
- Botero, I. C., Cruz, C., Massis, A. D., & Nordqvist, M. (2015). Family business research in the European context. *European Journal of International Management*, 9(2), 139-159.
- Clark, B. J., Francis, B. B., Hasan, I., Hasan, I., & Hasan, I. (2009). Do Firms Adjust Toward Target Capital Structures? Some International Evidence. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.1286383>
- Darmadi, S., & Sodikin, A. (2013). Information disclosure by family-controlled firms: The role of board independence and institutional ownership. *Asian review of Accounting*, 21(3), 223-240.

- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W., & Long, R. G. (2017). A strategic management perspective of the family firm: Past trends, new insights, and future directions. *Journal of Managerial Issues*, 6-29.
- Degadt, J. (2003). Business family and family business: Complementary and conflicting values. *Journal of Enterprising Culture*, 11(04), 379-397.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Beard Books.
- Drobetz, W., Pensa, P., & Wanzenried, G. (2007). Firm characteristics, economic conditions and capital structure adjustments. *Economic Conditions and Capital Structure Adjustments (January 2007)*.
- Durnev, A., & Osobov, I. (2023). The Role of Leverage Targeting in Capital Structure Policies of US Firms. Available at SSRN 4652263.
- Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of financial economics*, 79(3), 469-506.
- Gallo, M. A., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2000). Comparison of family and non-family business: Financial logic and personal preferences. <https://ideas.repec.org/p/ebg/iesewp/d-0406.html>
- Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family business review*, 17(4), 303-318.
- Ghazouani, T. (2013). The capital structure through the trade-off theory: Evidence from Tunisian firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 625-636.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing. *Emerging Markets Review*, 13(4), 626-649.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 36(1), 1-24.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2002). The capital structure choice: New evidence for a dynamic tradeoff model. *Journal of applied corporate finance*, 15(1), 24-30.
- <http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:1174135>
- Jansen, K., Michiels, A., Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2023). Financing decisions in private family firms: a family firm pecking order. *Small Business Economics*, 61(2), 495-515.

- 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.
- Kayo, E. K., Brunaldi, E. O., & Aldrighi, D. M. (2018). Capital structure adjustment in Brazilian family firms. *Revista de Administração Contemporânea*, 22(1), 92-114.
- Kisgen, D. J. (2009). Do firms target credit ratings or leverage levels?. *Journal of financial and quantitative analysis*, 44(6), 1323-1344.
- Koralun-Bereźnicka, J. (2018). Determinants of capital structure across European countries. In *Contemporary Trends and Challenges in Finance: Proceedings from the 3rd Wrocław International Conference in Finance* (pp. 199-209). Springer International Publishing.
- Mauer, D. C., & Sarkar, S. (2005). Real options, agency conflicts, and optimal capital structure. *Journal of banking & Finance*, 29(6), 1405-1428. (Mauer & Sarkar, 2005)
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2012). Corporate governance and capital structure dynamics. *The journal of finance*, 67(3), 803-848.
- Morresi, O., & Naccarato, A. (2016). Are family firms different in choosing and adjusting their capital structure? An empirical analysis through the lens of agency theory. *International Journal of Economics and Finance*, 8(7), 1-17.
- Muñoz-Bullón, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Velasco, P. (2024). Exploring the link between family ownership and leverage: a mediating pathway through socioemotional wealth objectives. *Review of Managerial Science*, 18(11), 3203-3252.
- Myers, S. C. (1984). Finance theory and financial strategy. *Interfaces*, 14(1), 126-137.
- Nguyen, L. T. M., Khanh Tran, T., & Truong, C. (2024). Family ownership and speed of adjustment towards targeted capital structures: A study of ASEAN firms. *Accounting & Finance*, 64(1), 445-474.
- Niu, X. (2009). Theoretical and Practical Review of Capital Structure and its Determinants. *The International Journal of Business and Management*, 3(3), 133.  
<https://doi.org/10.5539/IJBM.V3N3P133>
- O'brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & quantity*, 41(5), 673-690.
- Payne, G. T., & Petrenko, O. V. (2019). Agency theory in business and management research. In *Oxford research encyclopedia of business and management*.
- Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre, C. (2015). Does family control shape corporate capital structure? An empirical analysis of Eurozone firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(7-8), 965-1006.

- Serrasqueiro, Z. M. D. S., & Rogão, M. (2009). Capital structure of listed Portuguese companies: Determinants of debt adjustment.
- Serrasqueiro, Z. M. D. S., Rogão, M., & Nunes, P. (2014). Capital structure decisions of european and US listed firms: is there a unique financial theory?. *Research and Applications in Economics*, 2(1), 1-15.
- Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Diéguez-Soto, J. (2022). How do Spanish unlisted family firms rebalance their capital structures?. *Journal of Family Business Management*, 12(1), 41-66.
- Sha'ari, U. A. S., Hamzah, S. R. B., & Kamil, K. H. (2023). Financial Sustainability Of A Firm: Debt-Based Or Equity-Based Financing To Pursue?. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 9(2), 199-224.
- Siakas, K., Naaranoja, M., Vlachakis, S., & Siakas, E. (2014). Family businesses in the new economy: How to survive and develop in times of financial crisis. *Procedia Economics and Finance*, 9, 331-341.
- T. Lemma, T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure: Evidence from developing economies. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 64-99.
- Tasneem, S., & Masroor, I. (2024). CAPITAL STRUCTURE DETERMINANTS IN A DEVELOPING ECONOMY: EVIDENCE FROM BANGLADESH. *European Journal of Economic and Financial Research*, 8(5).
- Vitols, S. (2001). The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan, and the United States. *The origins of nonliberal capitalism: Germany and Japan in comparison*, 171-199.
- William, D. R. (2020). Capital structure determinants, dynamics and speed of adjustment towards target leverage: A systematic literature review of empirical and theoretical disciplines. *International Journal of Recent Scientific Research*, 11.
- Yanagisako, S. (2019). *Family firms as kinship enterprises* (No. 2019-12). Economics Discussion Papers.
- Yusupov, Kuanishbay, Baltabaevich. (2023). The Role of Financial Analytics in Decision-Making for Better Firm Performance. 139-169.