



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterthesis

Dividenduitkeringen ten tijde van onzekerheid: een onderzoek naar private familiebedrijven

Pelle Priemen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen, afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

dr. Ellen JANSSEN



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

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

2023
2024



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterthesis

Dividenduitkeringen ten tijde van onzekerheid: een onderzoek naar private familiebedrijven

Pelle Priemen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen, afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

dr. Ellen JANSSEN



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterthesis

Dividendbeleid van Belgische private familieondernemingen tijdens de coronacrisis

Pelle Priemen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen, afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR:

Dr. Ellen JANSSEN

Woord vooraf

Voor u ligt de masterproef: "Dividendbeleid van Belgische private familieondernemingen tijdens de coronacrisis". Deze masterproef werd geschreven ter afronding van de opleiding: master in de toegepaste economische wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy en Financiering, dat behaald zal worden aan de Universiteit van Hasselt.

De initiatie en finalisatie van deze masterproef vond plaats gedurende het academiejaar 2023-2024. Tijdens mijn masterproef traject heb ik het voorrecht gehad om mij te verdiepen in een onderwerp dat binnen mijn interessegebied ligt. Deze periode van onderzoek en analyse hebben mij intellectueel uitgedaagd en mijn vaardigheden als onderzoeker verder verfijnd.

De masterproef als eindresultaat had nooit kunnen ontstaan zonder samenwerking en steun van mijn promotor Dr. Ellen Janssen. Graag wil ik haar bedanken voor haar advies en positief bekrachtigende feedback gedurende het hele traject. Verder wil ik graag mijn familie en vrienden bedanken voor hun begrip en aanmoediging. In het bijzonder wil ik mijn vriendin en ouders bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun en medeleven.

Tot slot hoop ik dat dit onderzoek bijdraagt aan inzichten in de verdere ontwikkeling en toekomstig onderzoek in het domein van dividenduitkeringen.

Pelle Priemen

Master in de toegepaste economische wetenschappen

Universiteit Hasselt, juni 2024

Samenvatting

Doel masterproef

Deze masterproef voert onderzoek naar de impact van de coronacrisis op het dividendbeleid van familieondernemingen. De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt: *"Welke impact heeft de coronacrisis op het dividendbeleid van private familieondernemingen?"*. Op basis van deze onderzoeksvraag en reeds bestaande wetenschappelijke literatuur werden vier hypothesen opgesteld die vervolgens empirisch onderzocht werden.

Een private familieonderneming is een onderneming die beheerd wordt door een familie waarvan de aandelen minstens gedeeltelijk in bezit zijn van die familie en niet verhandelbaar op de beurs zijn. De steekproef voor dit onderzoek bestaat uit 783 longitudinale observaties die verkregen zijn via een vragenlijst die Dr. Ellen Janssen in 2018 verstuurde naar 1.000 Vlaamse private familieondernemingen. Aangezien de vragenlijst niet anoniem werd ingevuld kunnen bijkomende financiële gegevens onttrokken worden uit de Bel-First database.

Bestaande literatuur

Er bestaat vooral onderzoek over het dividendbeleid van publieke ondernemingen (Chua et al., 2012). Dat is opmerkelijk aangezien private familieondernemingen de overgrote meerderheid van de economie uitmaken. En als er dan al onderzoek naar het dividendbeleid van private familieondernemingen plaatsvond, concentreerden onderzoekers zich voornamelijk op de verschillen tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen. Hierbij werd er verkeerdelijk uitgegaan van een homogeen karakter van familieondernemingen terwijl familieondernemingen juist worden gekenmerkt door een heterogeen karakter (Chua et al., 2012). Echter, de verschillen tussen familieondernemingen onderling zijn vaak groter dan tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen.

Recent onderzoek heeft aangetoond dat beursgenoteerde bedrijven tijdens de coronacrisis hun dividenden hebben verlaagd of zelfs hebben geschrapt (Krieger et al., 2021). Deze masterproef gaat onderzoeken of een gelijkaardige trend bij het dividendbeleid van familieondernemingen kan worden vastgesteld omdat de literatuur omtrent de dividendpolitiek van private familieondernemingen tot op heden onderbelicht is gebleven (Michiels & Molly, 2017). Uit de literatuur rond de coronacrisis blijkt dat veel ondernemingen van verschillende omvang, zowel private als publieke, hun dividenden verlagen en zelfs schrappen tijdens de coronacrisis. Op die manier houden ondernemingen meer cash aan als buffer tegen de onzekerheden van de crisis (Lindén et al., 2023). Op basis van deze literatuur impliceren de eerste twee hypothesen ook een negatieve impact van de coronacrisis op respectievelijk de waarschijnlijkheid om een dividend uit te keren en het niveau van de dividenduitkering bij familieondernemingen. Met andere woorden, tijdens de coronacrisis is ook bij familieondernemingen de waarschijnlijkheid van een dividenduitkering kleiner en is het niveau van de dividenduitkering lager.

Deze masterproef gaat nog een stap verder en kijkt ook naar de invloed van het behoud van *socioemotional wealth* (SEW) op het dividendbeleid van familieondernemingen tijdens de coronacrisis. SEW wordt gezien als de belangrijkste factor om heterogene familieondernemingen van

elkaar te onderscheiden en het verwijst naar de niet-financiële aspecten van welvaart die verband houden met de betrokkenheid van familieleden bij familieondernemingen zoals het behoud van familiale controle (Berrone et al., 2010). Om de prestatie van familieondernemingen te kunnen begrijpen volstaat het niet om naar de financiële resultaten te kijken, maar dient men ook rekening te houden met niet-economische doelstellingen. Reeds bestaande literatuur rond de invloed van SEW op het dividendbeleid laat zien dat een groter verlangen naar het behoud van SEW leidt tot een kleinere waarschijnlijkheid om een dividend uit te keren en tot lagere dividenduitkeringen (Belda-Ruiz et al., 2022). SEW kan binnen de heterogene groep van familieondernemingen de relatie tussen de coronacrisis en het dividendbeleid impacteren. Tijdens de coronacrisis hebben veel ondernemingen te kampen gehad met financiële uitdagingen. Daarom is het logisch dat familieondernemingen die veel belang hechten aan SEW minder geneigd zijn om dividenden uit te keren en lagere dividenden uitkeren tijdens de pandemie om de continuïteit op lange termijn te waarborgen.

Om het dividendbeleid van ondernemingen meetbaar te maken, kijkt dit onderzoek naar de waarschijnlijkheid om een dividend uit te keren en naar het dividend niveau. Deze twee variabelen zijn dan ook de afhankelijke variabelen van het onderzoek. De onafhankelijke variabele is een dummy variabele waarbij 1 staat voor de corona periode (2020) en 0 voor de pre-corona periode (2015-2019). Verder maakt deze studie ook gebruik van SEW als modererende variabele.

Bevindingen

Een eerste interessante bevinding van dit onderzoek komt uit de beschrijvende statistiek en laat zien dat maar liefst 80,20% van de familieondernemingen ervoor kiezen om geen dividend uit te keren. Deze bevinding ligt in lijn met onderzoek (Huang et al., 2012; San Martín Reyna, 2017; Setia-Atmaja, 2017) dat aantoont dat familiebezit een negatief effect heeft op de waarschijnlijkheid om een dividend uit te betalen.

Om de eerste twee hypothesen empirisch te testen maakt deze masterproef gebruik van een meervoudige lineaire regressie van de coronacrisis op de waarschijnlijkheid en het niveau van dividenduitkeringen. De regressie resultaten geven een significant negatief verband weer tussen de coronacrisis en de waarschijnlijkheid om tot een dividenduitkering over te gaan. Tijdens de coronacrisis keren familieondernemingen minder snel een dividend uit. Echter tonen de regressieresultaten, tegen de verwachting van de literatuur in, geen significant negatief verband aan tussen de coronacrisis en het niveau van dividenduitkeringen. Een mogelijke verklaring voor deze tegenstrijdigheid is dat familieondernemingen die toch beslissen om een dividend uit te keren tijdens een crisis het niveau van die dividenduitkeringen stabiel houden om een signaal uit te sturen dat de onderneming financieel stabiel is en voldoende winst genereert. Deze mogelijke verklaring kan gevonden worden in de *dividend signalling theory* die stelt dat managers het idee hebben dat dividenden de toekomstige winstvooruitzichten van een onderneming weerspiegelen en op die manier dus signaleren hoe de onderneming zal presteren in de toekomst.

Voorts werden er op basis van reeds bestaande literatuur een derde en vierde hypothese opgesteld rond het modererende effect van SEW op de relatie tussen de coronacrisis en het dividendbeleid van familieondernemingen. In lijn met de literatuur laten resultaten van de moderatie-analyses zien dat familieondernemingen die veel belang hechten aan SEW tijdens de coronacrisis hun dividenden

sterker verlagen. Verder bleek uit die analyses dat er geen significante modererende relatie bestaat van het verlangen naar behoud van SEW op de relatie tussen de coronacrisis en de neiging om dividenden uit te keren. Dat kan verklaard worden doordat de vijf afzonderlijke dimensies waaruit SEW is opgebouwd elkaar mogelijk uitvlakken. Hiervoor werd een robuustheidsanalyse opgesteld. Uit de resultaten van die robuustheidsanalyse blijkt dat familieondernemingen die hoog scoren op de I-dimensie, identificatie van familieleden met de onderneming, tijdens de corona crisis hun dividenden feller verlaagden. Ook laten de resultaten zien dat familieondernemingen die hoog scoren op de B-dimensie, bindende sociale banden, tijdens de pandemie hun dividenden sterker verlagen. Beide uitkomsten liggen in lijn met de literatuur die stelt dat familieleden die zich sterk identificeren met de onderneming minder hoge dividenden uitkeren en dat sterke bindende sociale banden vereisen dat de onderneming op lange termijn concurrerend blijft. Hiervoor worden schulden op lange termijn aangegaan en bijkomende kapitaaluitgaven gedaan waardoor het dividendbeleid negatief beïnvloed wordt.

Waarde onderzoek

Deze masterproef draagt bij aan de literatuur rond het dividendbeleid van familieondernemingen doordat er onderzoek wordt gedaan naar de invloed van onzekere tijden op het dividendbeleid. Hieruit zijn interessante resultaten naar boven gekomen die mogelijk aanleiding geven tot verder onderzoek. Toekomstig onderzoek dient na te gaan op welke manier de verschillende FIBER-dimensies, waaruit SEW is opgebouwd, invloed hebben op het dividendbeleid van familieondernemingen. Verder heeft dit onderzoek rekening gehouden met het heterogene karakter van familieondernemingen waardoor de verklaringskracht toeneemt en het inzicht in het dividendbeleid vergroot.

Kritische beschouwingen

Een eerste beperking van het onderzoek is het lage percentage van dividenduitkeringen. Doordat slechts 19,80% van de familieondernemingen een dividend uitkeert, blijft de variabiliteit van de steekproef beperkt. Hierdoor kan het zijn dat bepaalde patronen of trends omtrent de dividendpolitiek van familieondernemingen niet aan het licht zijn gekomen. Het lage percentage van dividenduitkeringen bemoeilijkt ook het verkrijgen van diepgaande inzichten in de variabelen die de dividenduitkeringen verklaren.

Een tweede beperking van dit onderzoek is dat er in de steekproef amper familieondernemingen van de eerste generatie zijn opgenomen. De reden hiervoor is dat de dataset bijna uitsluitend uit ondernemingen bestaat waar een overdracht heeft plaatsgevonden. Als gevolg hiervan wordt er geen rekening gehouden met unieke kenmerken van familieondernemingen van de eerste generatie. Een eerste kenmerk voor eerste graad van familieondernemingen is dat de oprichters zich vaak zeer sterk identificeren met hun onderneming waardoor hun focus ligt op herinvesteren, om de groei en continuïteit te waarborgen, in plaats van dividenden uit te keren. Een tweede kenmerk is dat ze financieel onafhankelijk willen blijven om externe financiering te vermijden. Door dividenden laag te houden, kunnen ze interne middelen opbouwen om toekomstige groei te financieren zonder afhankelijk te zijn van externe bronnen. Mogelijk kunnen die kenmerken relevant zijn voor dit onderzoek naar dividendbeleid.

Inhoudsopgave

1	Inleiding.....	1
2	Literatuurstudie en Hypothesen	3
2.1	Definitie familieonderneming	3
2.2	Theoretische grondslag voor financieringsbeslissingen van familieondernemingen ...	3
2.3	Coronacrisis	4
2.3.1	Macro-economische impact.....	4
2.3.2	Impact op het dividendbeleid.....	4
2.4	Heterogeniteit van familieondernemingen	5
2.5	Socioemotional wealth	6
2.6	Conceptueel model	8
3	Methodologie	10
3.1	Data en steekproef	10
3.2	Het screenen van de data	10
3.3	Variabelen.....	11
3.3.1	Afhankelijke variabelen	11
3.3.2	Onafhankelijke variabelen	11
3.3.3	Modererende variabele.....	11
3.3.4	Controlevariabelen	11
3.4	Onderzoeksopzet.....	12
4	Resultaten.....	14
4.1	Beschrijvende statistiek	14
4.2	Regressie resultaten	16
4.2.1	Meervoudige lineaire regressies van Covid op Dividend propensity en Dividend payout	16
4.2.2	Moderatie-analyses van SEW op Dividend propensity en Dividend payout	17
4.3	Robustness tests	18
5	Discussie	22
5.1	Analyse resultaten met terugkoppeling naar literatuur	22
5.2	Beperkingen onderzoek.....	23
5.3	Toekomstig onderzoek	24
6	Conclusie	25
7	Bronnenlijst.....	26

1 Inleiding

Als er gekeken wordt naar de dividendpolitiek van familieondernemingen dient er zowel rekening gehouden te worden met de waarschijnlijkheid van een dividenduitkering als met het niveau van de dividenduitkering. De meningen omtrent het effect van familiebezit op de neiging om dividend uit te keren zijn verdeeld. Er is zowel onderzoek dat een positief (Deslandes et al., 2016) als negatief effect (He et al., 2012; San Martín Reyna, 2017; Setia-Atmaja, 2017) aantoont van familiebezit op de waarschijnlijkheid om dividend uit te keren. Wat betreft het niveau van dividenduitkeringen is er ook geen consensus in de literatuur. Verschillende onderzoeken tonen aan dat familieondernemingen lagere dividenden uitkeren (Deslandes et al., 2016; He et al., 2012; Setia-Atmaja, 2017; Wu et al., 2020) terwijl andere onderzoeken concluderen dat ze juist hogere dividenden uitkeren (Andres et al., 2019; How et al., 2008; Isakov & Weisskopf, 2015; Pindado et al., 2012).

Voorgaande onderzoeken naar de dividendpolitiek van familieondernemingen concentreerden zich voornamelijk op het verschil tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen. Maar familieondernemingen zijn heterogene entiteiten waardoor de verschillen tussen familieondernemingen onderling even groot of zelfs groter zijn dan tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen (Chua et al., 2012). De literatuur over de dividendpolitiek waarbij rekening gehouden wordt met het heterogene karakter van familieondernemingen is tot op heden onderbelicht (Michiels & Molly, 2017). Deze masterproef zal daarom rekening houden met het heterogene karakter van familieondernemingen door onderzoek te doen naar SEW binnen een heterogene groep van familieondernemingen. Tijdens dit onderzoek wordt er ingezoomd op het effect van een financiële crisis op de dividendbeslissingen van private familieondernemingen.

Onderzoek naar de impact van de coronacrisis op dividenduitkeringen bij beursgenoteerde ondernemingen heeft aangetoond dat ondernemingen, ten gevolge van deze crisis, hun dividenduitkeringen hebben verlaagd of volledig hebben geschrapt (Krieger et al., 2021). Deze verlaging en schrapping van dividenden is opmerkelijk aangezien de markt doorgaans ongunstig reageert op dividendverlagingen en managers over het algemeen terughoudend zijn om negatieve signalen de wereld in te sturen via dividendverlagingen. Maar, in tijden van crisis zorgt het verminderen of elimineren van dividenden voor extra geld als buffer tegen de onzekerheid (Lindén et al., 2023).

In private familieondernemingen gelden er andere beweegredenen om dividenden tijdens crisissen te verlagen of juist te behouden. Naast financiële overwegingen streven familieondernemingen ook niet-economische doelstellingen na. De creatie en het behoud van *socioemotional wealth* (SEW) is een voorbeeld van een niet-economische doelstelling die door familieondernemingen wordt nagestreefd. SEW verwijst naar de niet-financiële aspecten van welvaart die verband houden met de betrokkenheid van familieleden bij een familieonderneming. SEW kan tijdens de coronacrisis een belangrijke rol spelen bij het dividendbeleid van familieondernemingen. Familieondernemingen die hoog scoren op SEW zullen tijdens de pandemie minder snel geneigd zijn om dividenden uit te keren en zullen minder hoge dividenden uitkeren om op die manier de continuïteit van de onderneming op de lange termijn te waarborgen. Tevens wordt *socioemotional wealth* gezien als de component om

familieondernemingen van elkaar te onderscheiden (Berrone et al., 2010). Zij die veel belang hechten aan het behoud van SEW en zij die er weinig belang aan hechten.

Bovenstaande bevindingen hebben ertoe geleid dat deze masterproef onderzoek zal doen naar de impact van de coronacrisis op het dividendbeleid van een heterogene groep van private familieondernemingen. Hierbij zal rekening gehouden worden met de invloed die het nastreven van behoud van SEW heeft op bovenstaande relatie. Dit onderzoek draagt bij aan de financieringsliteratuur van private familieondernemingen door verder inzicht te verschaffen in de dividendpolitiek van familieondernemingen tijdens een crisis terwijl er rekening gehouden wordt met het heterogene karakter van familieondernemingen.

2 Literatuurstudie en Hypothesen

2.1 Definitie familieonderneming

Een familie kan gedefinieerd worden als een groep mensen die een sterke emotionele band delen, het verwijst naar een band op langere termijn tussen de betrokkenen die gebouwd is op vertrouwen en wederzijdse afhankelijkheid (Ratten, 2023). Een familieonderneming is dus opgebouwd rond een unieke verbinding van emotionele banden, vertrouwen en onderlinge afhankelijkheid. Familieondernemingen hebben de neiging om een structuur van lange termijn oriëntatie (LTO) te bevorderen. Een bepalend kenmerk hiervoor is de aanwezigheid van meerdere familie generaties binnen de onderneming (Kaye, 1999). Ook hebben CEO's van familieondernemingen vaker langere ambtstermijnen en zijn de aandeelhouders meer bereid om *patient capital* te verstrekken voor investeringen (Sirmon & Hitt, 2003).

(Chua et al., 1999) definiëren een familieonderneming als volgt: "The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families." (Chua et al., 1999).

2.2 Theoretische grondslag voor financieringsbeslissingen van familieondernemingen

Onderzoek naar de financieringsbeslissingen van familieondernemingen laat zien dat er verschillende traditionele theorieën bestaan zoals de *trade-off theory* en de *pecking order theory*, beide geïnspireerd door de *agency theory* (Michiels & Molly, 2017). Volgens de *trade-off theory* is de kapitaalstructuur van een onderneming optimaal wanneer er een evenwichtige verhouding bestaat tussen de voordelen en kosten van schulden (Meckling, 1976; Miller, 1977). Een kapitaalstructuur met een evenwicht tussen de voordelen en kosten van schulden verhoogt de waarde van een onderneming. De *Pecking order theory* gaat ervanuit dat ondernemingen geen optimale kapitaalstructuur hebben, maar dat de kapitaalstructuur simpelweg het resultaat is van beslissingen omtrent kapitaalverwerving (Myers, 1984). Familieondernemingen geven de voorkeur aan interne financiering, daarna aan schuldfinanciering, gevolgd door familiekapitaal en extern kapitaal (Jansen et al., 2023). Maar naast deze traditionele raamwerken, die zich voornamelijk richten op de optimalisatie van de kapitaalstructuur van de onderneming om zo de bedrijfswaarde te maximaliseren, zijn er ook niet-traditionele benaderingen van financieringsbeslissingen binnen familieondernemingen.

2.3 Coronacrisis

2.3.1 Macro-economische impact

Aangezien in dit onderzoek wordt gekeken naar de invloed van de coronacrisis op het dividendbeleid van familieondernemingen is het belangrijk om te kijken naar de macro-economische gevolgen van de coronacrisis. Om de potentiële negatieve economische impact van de coronacrisis te begrijpen kan gekeken worden naar drie belangrijke transmissiekanalen (Brodeur et al., 2021). Het eerste transmissiekanaal gaat over de directe impact van de coronacrisis en houdt verband met de verminderde consumptie van goederen en diensten. De aanhoudende duur van de pandemie gaf een knak aan het consumentenvertrouwen. Hierdoor keek de consument pessimistisch naar de economische vooruitzichten waardoor discretionaire uitgaven afnamen en de consumptie in zijn geheel daalde. Het tweede transmissiekanaal behandelt de indirecte impact van de coronacrisis. De indirecte impact werkt via schokken op de financiële markten en hun effecten op de reële economie. Als gevolg van die schokken daalde het vermogen van de huishoudens, namen spaartegoeden toe en namen consumptie uitgaven verder af. Het derde transmissiekanaal bespreekt de verstoringen aan de aanbodzijde. De toeleveringsketens werden negatief geïmpacteerd aangezien productieactiviteiten werden belemmerd of stopgezet. De vraag naar arbeid en de werkgelegenheid daalde wat leidde tot een langdurige periode van stijgende werkloosheid (Brodeur et al., 2021).

Baldwin (2020) gaat dieper in op de macro-economische impact van een epidemiologische crisis en heeft het over de verwachtingsschok (Baldwin, 2020). Hij stelt dat economische agenten een afwachtende houding aannemen in een onzeker economisch klimaat doordat er minder vertrouwen is in de markten en in het aangaan van economische transacties. Uiteindelijk wordt de intensiteit van de schok bepaald door de onderliggende epidemiologische eigenschappen van het virus, het consumentengedrag en het gedrag van bedrijven bij tegenspoed en onzekerheid, en de reacties van het overheidsbeleid (Baldwin, 2020).

2.3.2 Impact op het dividendbeleid

In deze sectie zal worden ingegaan op de impact van de coronacrisis op het dividendbeleid van ondernemingen. Eind februari 2020 leidde de wereldwijde pandemie van COVID-19 ertoe dat alle grote geïndustrialiseerde landen het grootste deel van hun economische activiteiten moesten stilleggen. Als gevolg hiervan leden de economieën enerzijds onder een aanzienlijke daling van de totale productie en anderzijds onder de daling van de consumptie met beurscrashes, een dramatische krimp van het reële BBP en een stijgende werkloosheid als gevolg (Mazur et al., 2020). De verspreiding van het COVID-19-virus was niet te overzien en bedrijven over de hele wereld hebben enorme verliezen geleden (De Zavallos et al., 2023).

In de eerste lente van de COVID-19 crisis wisten bedrijven niet hoelang en hoe groot de impact van de crisis zou zijn waardoor de onzekerheid een hoogtepunt bereikte (Lindén et al., 2023). Toen waren de definitieve effecten van de crisis op het boekjaar van 2020 nog onzeker waardoor bedrijven gingen afwijken van hun gevestigde dividend-patronen. Bedrijven gingen de winsten uit boekjaar 2019 inhouden vanwege de angst voor toekomstige verliezen (Lindén et al., 2023). Veel bedrijven van verschillende omvang, zowel particuliere als publieke, hebben tijdens de coronacrisis hun

dividenduitkeringen geannuleerd of hun dividenden verlaagd om de interne cash waarover het bedrijf bezit te vergroten (Eugster et al., 2022; Molly & Michiels, 2022; Wigglesworth & Darbyshire, 2020). Doordat bedrijven hun dividendbeleid gingen aanpassen en meer cash gingen aanhouden wilden ze hun liquiditeit beschermen om op die manier de crisis te doorstaan (Cejnek et al., 2021).

Hypothese 1: De coronacrisis heeft ook bij familieondernemingen een negatieve impact op de neiging om dividenden uit te keren.

Hypothese 2: De coronacrisis heeft ook bij familieondernemingen een negatieve impact op het niveau van dividenduitkeringen.

2.4 Heterogeniteit van familieondernemingen

Er bestaat vooral onderzoek over het dividendbeleid van publieke ondernemingen, maar de dynamieken zijn erg verschillend met private ondernemingen (Chua et al., 2012). Daarom moet er meer onderzoek gedaan worden naar private familieondernemingen die toch de overgrote meerderheid van de economie uitmaken. Voorgaande onderzoeken naar familieondernemingen concentreerden zich voornamelijk op de vraag hoe familieondernemingen verschillen van niet-familieondernemingen. Hierbij werd er uitgegaan van homogeniteit onder familieondernemingen. Echter blijkt dat deze onderzoeken slechts een beperkte verklaringskracht hebben aangezien empirisch onderzoek heeft aangetoond dat familieondernemingen juist veel heterogene aspecten hebben die de nodige aandacht verdienen. Hieruit volgt dat de verschillen tussen familieondernemingen onderling even groot of zelfs groter zijn dan tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen (Chua et al., 2012). Het negeren van die heterogeniteit zou leiden tot een vertekend homogeen beeld van familieondernemingen. Onderzoek dient zich te concentreren op de heterogeniteit van familieondernemingen om zo hun gedrag en prestaties beter te begrijpen (Chua et al., 2012).

De oorzaken van heterogeniteit binnen familieondernemingen kunnen gegroepeerd worden op basis van hun doelstellingen, bestuursstructuur en middelen die ze ter beschikking hebben. Onderzoek heeft aangetoond dat de mix van economische en niet-economische doelstellingen die familieondernemingen nastreven beschouwd kan worden als een oorzaak van heterogeniteit en dat het belang van die doelen kan veranderen afhankelijk van de concurrentiesituatie (Gomez-Mejia et al., 2010). Verschillen in bestuur en middelen komen voort uit de betrokkenheid van de familie bij zaken omtrent eigendom en management (Klein et al., 2005). Er zijn ook nog andere factoren, zoals omvang en de bedrijfstak, die tot heterogeniteit tussen familieondernemingen leiden omdat ze verschillende niveaus van familiebetrokkenheid en -interactie met zich meebrengen (Chua et al., 2012).

Verder is er ook aangetoond dat het belang van *socioemotional wealth* varieert naarmate familieondernemingen evolueren van geconcentreerde naar meer verspreide ondernemingen (Gómez-Mejía et al., 2007). Bijgevolg kan gesteld worden dat het belang van de verschillende dimensies van *socioemotional wealth* ook varieert op vergelijkbare wijze. Bijvoorbeeld, een gevoel

van dynastie kan sterker worden terwijl emotionele gehechtheid afneemt doordat eigendom verspreid raakt over een uitgebreide familiegroep in latere generaties van de familie die de onderneming bezit. (Chua et al., 2012).

Michiels & Molly (2017) benadrukken dat bij toekomstig onderzoek naar de dividendpolitiek van familieondernemingen, er rekening gehouden dient te worden met de heterogeniteit van familieondernemingen (Michiels & Molly, 2017). Familieondernemingen van de eerste generatie zullen waarschijnlijk een ander beeld hebben op het dividendbeleid dan latere generaties van familieondernemingen. Dat is een beperking omdat familieondernemingen onderling sterkere verschillen kunnen hebben dan familieondernemingen en niet-familieondernemingen.

Voor dit onderzoek naar het dividendbeleid van familieondernemingen, als onderdeel van haar financieringsbeslissingen, zal gebruikgemaakt worden van het *socioemotional wealth* (SEW) raamwerk. Het SEW-perspectief houdt rekening met het belang van controlebehoud, risicoaversie en niet-financiële waarden bij het nemen van financiële beslissingen door familie-eigenaren (Michiels & Molly, 2017). Volgens dit perspectief wordt verwacht dat familieondernemingen veel aandacht besteden aan het behoud van familiale controle en afkerig zijn van verlies wanneer hun SEW bedreigd wordt. Door rekening te houden met de heterogeniteit van familieondernemingen op vlak van SEW wordt een grotere verklaringskracht bekomen dan wanneer familieondernemingen als homogeen beschouwd worden.

2.5 Socioemotional wealth

Het heterogene karakter van familieondernemingen kan gemeten worden aan de hand van verschillen in: doelstellingen, bestuursstructuren en middelen tussen familieondernemingen (Chrisman & Patel, 2012). Deze drie drijfveren kunnen de verschillen in gedrag tussen familieondernemingen verklaren waardoor ze een uitstekende basis vormen om verschillende typen familieondernemingen te onderscheiden tijdens onderzoek naar financieringsbeslissingen binnen familieondernemingen (Chrisman & Holt, 2016).

Socioemotional wealth (SEW) wordt gezien als de belangrijkste component om de heterogeniteit van familieondernemingen te onderscheiden (Berrone et al., 2010). Het belang dat familieondernemingen hechten aan SEW is een voorbeeld van een niet-economische doelstelling die wordt nagestreefd. SEW verwijst naar de niet-financiële aspecten van welvaart die verband houden met de betrokkenheid van familieleden bij een familieonderneming. Volgens Habbershon (2003) kunnen de prestaties van familieondernemingen niet alleen begrepen worden door te kijken naar financiële resultaten, maar is het ook noodzakelijk om de niet-economische doelstellingen en uitkomsten die uniek zijn voor familieondernemingen in overweging te nemen (Habbershon et al., 2003).

Het SEW-perspectief vindt zijn oorsprong in de *behavioral agency theory*. Volgens deze theorie hebben eigenaren van familieondernemingen andere risicovoorkeuren dan investeerders van niet-familieondernemingen (Nordqvist et al., 2015). Individuen geven de voorkeur aan het minimaliseren van huidige verliezen in plaats van aan het maximaliseren van toekomstige winsten (Shukla et al.,

2014). Voor eigenaren van familieondernemingen spelen niet-economische en familiegerichte lange termijn overwegingen een grote rol bij zo een verliesmijdende risicovoorkeur. Volgens Wiseman & Gomez-Mejia (1998) zouden familie-eigenaren de niet-familie-eigenaren kunnen tegenwerken om hun behoud van *socioemotional wealth* te bestendigen (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Winstgevende investeringen die de familiale controle bedreigen zouden daardoor niet kunnen plaatsvinden.

Volgens Berrone et al. (2012) kunnen er vijf belangrijke dimensies, **FIBER-dimensies**, geïdentificeerd worden binnen het SEW-concept (Berrone et al., 2012). De eerste dimensie binnen het SEW-concept is de **familiale controle en invloed**. Die familiale controle en invloed verwijst naar de mate van zeggenschap en invloed die familieleden hebben in de familieonderneming. Familieleden bekleden functies zoals eigenaar, bestuurder, leidinggevende of andere functies binnen de onderneming om op die manier controle uit te oefenen. Volgens Zellweger et al. (2012) is die familiale controle en invloed van cruciaal belang voor de creatie en het behoud van SEW (Zellweger et al., 2012). De neiging om die familiale controle en invloed te behouden zorgt ervoor dat familieondernemingen winsten gaan bijhouden in plaats van uit te keren als dividend waardoor externe financiering vermeden wordt (Michiels & Molly, 2017). De tweede dimensie van SEW heeft betrekking op nauwe **identificatie van de familie met de onderneming**. De identiteit van de eigenaren van een familieonderneming is onlosmakelijk verbonden met de organisatie die meestal de naam draagt van de familie. Hierdoor wordt de onderneming zowel door interne als externe belanghebbende gezien als een verlengstuk van de familie (Berrone et al., 2012). De nadruk die familieondernemingen leggen op niet-financiële doelstellingen, zoals het behoud van SEW, hangt af van de mate van identificatie die familieleden hebben met de onderneming (Cabrera-Suárez et al., 2014). Familieondernemingen met een sterke identificatie hebben vaak een langetermijnvisie waarbij ze de voorkeur geven aan continuïteit boven kortetermijnwinsten. In tijden van crisis kiezen ondernemingen ervoor om kapitaal binnen het bedrijf te houden als buffer tegen de onzekerheid. De derde dimensie verwijst naar de **bindende sociale banden** binnen de onderneming. Familieondernemingen worden meestal gekenmerkt door nauwe en onlosmakelijke banden tussen familieleden onderling en tussen familieleden en verschillende belanghebbende (Weimann et al., 2021). Familieondernemingen hebben vaak langdurige relaties met hun werknemers, leveranciers en andere belanghebbende waardoor ze na verloop van tijd als familie worden beschouwd (Berrone et al., 2012). De bindende sociale banden als onderdeel van SEW vereisen dat familieondernemingen op lange termijn concurrerend blijven om op die manier te kunnen blijven voortbestaan (Gomez-Mejia et al., 2019). Om concurrerend te kunnen blijven in de toekomst moeten kapitaaluitgaven gedaan worden en lange termijn schulden aangegaan worden waardoor het dividendbeleid negatief wordt beïnvloed. De vierde dimensie verwijst naar de **emotionele gehechtheid** van familieleden met de onderneming. Binnen familieondernemingen is de grens tussen familie en onderneming meestal erg vaag waardoor emoties binnendringen in de organisatie en het besluitvormingsproces kunnen beïnvloeden (Baron, 2008). De vijfde en tevens laatste dimensie van SEW gaat over de **vernieuwing van familiebanden**. Vaak heeft een familieonderneming de intentie om de onderneming over te dragen aan toekomstige generaties van familie. Familieleden zien de onderneming dan ook als een investering op lange termijn die moet worden overgedragen aan het nageslacht (Berrone et al., 2010).

Familieondernemingen met een groter verlangen om SEW te behouden zullen eerder afzien van dividenduitkeringen en als ze besluiten om dividenden uit te keren zullen ze kleinere bedragen uitkeren (Belda-Ruiz et al., 2022). SEW-argumenten spelen dus een rol in de financiële besluitvormingsprocessen van familieondernemingen en hebben een significante invloed op het dividendbeleid. Familieondernemingen die een groot belang hechten aan het behoud van SEW willen controle behouden, zijn risico avers en vinden niet-financiële waarden belangrijk bij het nemen van financiële beslissingen (Michiels & Molly, 2017). Als deze SEW-argumenten gekoppeld worden aan de impact van de coronacrisis op het dividendbeleid van familieondernemingen kan gesteld worden dat een sterke focus op SEW tijdens de coronacrisis het dividendbeleid negatief beïnvloedt. Tijdens de coronacrisis hebben veel bedrijven te maken gehad met financiële uitdagingen als gevolg van de economische impact van de pandemie. Het is daarom logisch dat deze familieondernemingen die SEW hoog in het vaandel dragen tijdens de coronacrisis minder geneigd zijn om dividenden uit te keren en een sterkere daling van de dividenden doorvoeren om de continuïteit op lange termijn te waarborgen.

Hypothese 3: Familieondernemingen met een sterke focus op SEW vertonen tijdens de coronacrisis een nog sterkere daling van de neiging om dividenden uit te keren.

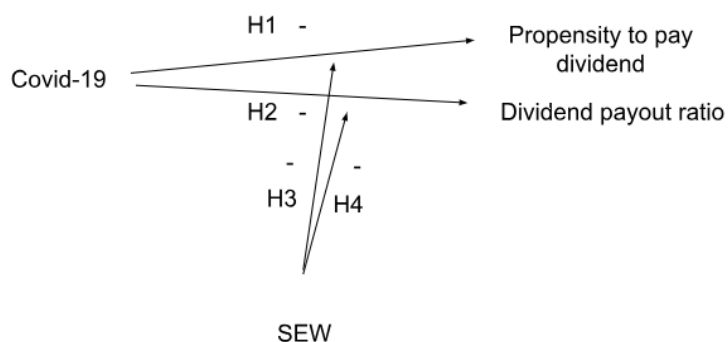
Hypothese 4: Familieondernemingen met een sterke focus op SEW vertonen tijdens de coronacrisis een nog sterkere daling van het niveau van dividenduitkeringen.

2.6 Conceptueel model

Afhankelijke variabelen: *Propensity to pay dividend* en *dividend payout ratio*

Onafhankelijke variabele: Covid-19

Modererende variabele: SEW



Bovenstaand conceptueel model geeft de rechtstreekse invloed van de coronacrisis op zowel de neiging om dividend te betalen als het niveau van de dividenduitkeringen weer. De coronacrisis, hier de onafhankelijke variabele, heeft op beide afhankelijke variabelen een negatief effect. Dat betekent dat de (corona) crisisperiode zal leiden tot een afname van de neiging om dividenden uit te keren en ook zal leiden tot lagere dividenduitkeringen.

Verder geeft het conceptueel model ook de invloed van de modererende variabele (SEW) weer op de negatieve relatie tussen de twee afhankelijke en de onafhankelijke variabele. Het model laat zien dat SEW de negatieve relaties van model 1 versterkt. Dus hoe sterker de ondernemingen het behoud van SEW nastreeft hoe groter het negatieve effect van de coronacrisis op de neiging om dividend uit te betalen en op het niveau van dividenduitkeringen. Want familieondernemingen die sterk focussen op SEW zijn tijdens de coronacrisis bereid om hun dividendbeleid sterker aan te passen om zo de continuïteit van de onderneming te waarborgen op lange termijn.

3 Methodologie

3.1 Data en steekproef

In het kader van dit kwantitatief onderzoek wordt er gebruikgemaakt van een reeds bestaande dataset verkregen door Dr. Ellen Janssen. Deze dataset bevat gegevens voor het beantwoorden van de onderzoeksvraag en bijbehorende hypotheses. De gegevens van deze dataset zijn bekomen via een vragenlijst die in 2018 verstuurd werd naar 1.000 Vlaamse private familieondernemingen. In totaal werden er 347 responsen ontvangen. Interessant voor dit onderzoek is dat de vragenlijst peilde naar het belang dat de respondenten hechten aan SEW. Aangezien de vragenlijst niet anoniem werd ingevuld kunnen bijkomende gegevens vanuit de jaarrekening en Bel-First database onttrokken worden. Denk hierbij aan totaal actief, uitgekeerde dividenden, totaal schulden etc. Tot slot wordt de analyse van de dataset uitgevoerd met behulp van STATA aangezien het om een longitudinaal onderzoek gaat waarbij rekening gehouden wordt met het panelkarakter.

3.2 Het screenen van de data

De dataset diende eerst en vooral gehercodeerd te worden zodat er longitudinale analyses mee kunnen worden uitgevoerd. Vervolgens moesten er nog verschillende nieuwe variabelen gegenereerd worden. Alvorens de dataset bruikbaar was voor verdere analyses diende er nog rekening gehouden te worden met zowel de *missing values* als *outliers*.

Om verminderde verklaringskracht en een vertekening van de analyses te voorkomen is het belangrijk dat er gekeken wordt naar de missing values in de dataset. Als er geen rekening gehouden zou worden met missing values kunnen analyses en voorspellingen gebaseerd zijn op onvolledige of vertekende informatie, wat kan leiden tot onnauwkeurige resultaten. In deze dataset werden rijen met ontbrekende waarden verwijderd. Na het hercoderen van de dataset, het genereren van nieuwe variabelen en het verwijderen van extreme waarden bestaat de data uit 783 longitudinale observaties (202 bedrijven).

Tot slot diende er nog rekening gehouden te worden met de *outliers* in de dataset aangezien extreme waarden de resultaten van de analyses kunnen vertekenen. Hiervoor werd eerst gebruikgemaakt van een boxplot die aangaf welke de extreme waarden waren per variabele. Vervolgens werd er gebruikgemaakt van *Winsorization* om de extreme waarden in de dataset aan te passen. Alle extreme waarden die boven de maximumgrens van het boxplot liggen worden vervangen door die maximale grenswaarde. Op dezelfde manier werden extreme waarden onder de minimumgrens van het boxplot vervangen door die minimale grenswaarde.

3.3 Variabelen

3.3.1 Afhankelijke variabelen

Wat het dividendbeleid van ondernemingen betreft zijn de twee meest gebruikte maatstaven de ***propensity to pay dividend*** en de ***dividend payout ratio*** (Molly & Michiels, 2022). Deze twee indicatoren zullen ook in dit onderzoek toegepast worden. De *dividend payout ratio* kan bij familieondernemingen gemeten worden door het totaal van de dividenduitkeringen ten opzichte van het totaal actief te zetten (González et al., 2014; Lee, 2010; Lipson et al., 1998). Een tweede maatstaf, als alternatieve indicator, is om het totaal van de dividenduitkeringen tegenover de totale nettowinst te zetten (Sener & Akben Selcuk, 2019). In dit onderzoek wordt de *dividend payout ratio* gedefinieerd als het totale uitgekeerde dividend van een onderneming gedeeld door het totaal actief van de onderneming. Er wordt voor deze meeteenheid gekozen omdat de noodzaak van hercodering vermindert omdat het probleem van winst die negatief of bijna nul is vermeden wordt (Deslandes et al., 2016). De *propensity to pay dividend* is een dummyvariabele die gelijk is aan 1 wanneer de familieonderneming dividend uitkeert en gelijk aan 0 wanneer er geen dividend wordt uitgekeerd. Deze meting van *propensity to pay dividend* is consistent met voorgaand onderzoek (Deslandes et al., 2016; He et al., 2012; Michiels et al., 2015).

3.3.2 Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabele voor dit onderzoek is **Covid**. Dit onderzoek volgt het gelijkaardige tijdsbestek van recente studies naar de impact van de coronacrisis op dividenden van (Ali et al., 2022; Krieger et al., 2021) waarbij gebruik gemaakt wordt van twee subperiodes: pre-covid (2015-2019) en covid (2020). Deze onafhankelijke variabele is een dummy variabele die een waarde van 1 aanneemt indien deze betrekking heeft op de Covid periode (2020) en 0 indien ze betrekking heeft op de pre-covid periode (2015-2019).

3.3.3 Modererende variabele

Als modererende variabele in dit onderzoek wordt ***socioemotional wealth*** (SEW) opgenomen. De variabele SEW werd opgesplitst in haar vijf FIBER dimensies. In de vragenlijst die werd opgestuurd naar de Vlaamse familieondernemingen werd elke dimensie apart bevestigd via vier tot zes stellingen. In totaal werden er 26 stellingen per respondent bevestigd. Bij elke stelling moest er op een Likertschaal, gaande van 1 tot 7, aangegeven worden in welke mate men akkoord was met de stelling. Hierbij stond 1 voor helemaal oneens en 7 voor helemaal eens. Per onderneming wordt een gemiddelde score van SEW berekend door de scores van alle stellingen op te tellen en vervolgens te delen door het totaal aantal stellingen (26). Een gemiddelde score tussen 1 en 4 wijst op een beperkt verlangen naar behoud van SEW en een score tussen 4 en 7 wijst op een sterk verlangen naar behoud van SEW.

3.3.4 Controlevariabelen

Onderstaande controlevariabelen worden opgenomen in dit onderzoek om mogelijke versturende factoren te beheersen en om een beter begrip te krijgen van de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabele. De neiging om dividend uit te betalen en het niveau van dividenduitkeringen

wordt echter niet alleen bepaald door de coronacrisis. Een eerste controle variabele die ook invloed heeft op het dividendbeleid van ondernemingen is winstgevendheid. Onderzoek van Fama en French, (2002) heeft aangetoond dat winstgevendheid gecorreleerd kan zijn aan het vermogen van een onderneming om dividenden uit te betalen. De controlevariabele winstgevendheid kan gemeten worden via volgende financiële ratio: **ROA**. De ROA kan bekomen worden door de operationele winst te delen door het totaal actief (Denis & Osobov, 2008). Een volgende controlevariabele die wordt opgenomen in dit onderzoek is de **schuldgraad** van de onderneming. Van bedrijven met minder schulden wordt verwacht dat ze hogere dividenden uitkeren vanwege hun grotere financiële mogelijkheden (Aivazian et al., 2003; Gugler & Yurtoglu, 2003). De schuldgraad wordt gemeten door te kijken naar de verhouding van de totale schulden ten opzichte van het totaal actief (Isakov & Weisskopf, 2015). Ook dient er rekening gehouden te worden met de **liquide middelen** van de onderneming (Sener & Akben Selcuk, 2019). Deze bestaan uit de cash en kortlopende beleggingen van de onderneming en worden ook afgezet tegenover het totaal actief. Hoe meer liquide middelen een onderneming aanhoudt, hoe groter de kans op een dividenduitkering en hoe hoger de dividenduitkering zal zijn (Baker & Weigand, 2015). Tot slot worden de **grootte** en de **leeftijd** van de onderneming nog opgenomen als controlevariabelen. Van grotere en oudere ondernemingen mag verwacht worden dat ze dividend uitkeren vanwege hun betere toegang tot externe kapitaalmarkten en lagere winst volatiliteit (Gugler & Yurtoglu, 2003). Voor de grootte van de onderneming wordt de natuurlijke log van het totaal actief genomen en voor de leeftijd de natuurlijke log van het aantal jaren sinds de oprichting (Sener & Akben Selcuk, 2019).

Overzicht controlevariabelen

ROA	= operationele winst / totaal actief
Schuldgraad	= totaal schulden / totaal actief
Liquide middelen	= (cash + kortlopende beleggingen) / totaal actief
Grootte onderneming	= natuurlijke log totaal actief
Leeftijd onderneming	= natuurlijke log leeftijd (= oprichtingsjaar - observatiejaar)

3.4 Onderzoekopzet

Het doel van dit onderzoek is om te begrijpen welke invloed Covid-19 heeft gehad op het dividendbeleid binnen familieondernemingen. Meer specifiek wordt er gekeken naar de relatie tussen Covid-19 en de neiging om al dan niet dividend uit te keren en het niveau van dividenduitkeringen. Vervolgens wordt er gekeken naar de invloed van SEW op voorgaande relaties. SEW fungeert in dit onderzoek als een moderator variabele wat betekent dat SEW de relatie tussen Covid-19 en het dividendbeleid beïnvloedt. Aangezien de gegevens die in dit onderzoek gebruikt worden, paneldata zijn die verzameld zijn over een periode van zes jaar, worden regressiemodellen voor paneldata gebruikt.

De relatie tussen de coronacrisis en de neiging om al dan niet dividenden uit te keren wordt geanalyseerd met behulp van een Logit-model. Een Logit-model wordt vaak gebruikt om de relatie tussen een binair afhankelijke variabele en een afhankelijke variabele te analyseren. De relatie tussen de coronacrisis en het niveau van dividenduitkeringen wordt dan weer geanalyseerd met behulp van een OLS-regressie volgens de onderzoeksmethode van (Maury & Pajuste, 2002). Om de stabiliteit en betrouwbaarheid van de resultaten te beoordelen zal gebruikgemaakt worden van een robuustheidstest volgens (Isakov & Weisskopf, 2015).

4 Resultaten

4.1 Beschrijvende statistiek

Tabel 1 bevat de samenvattende statistieken met betrekking tot de dividendpolitiek, de onafhankelijke variabele "Covid" en de bijhorende controlevariabelen. De tabel laat ook zien dat er 783 observaties voor elke variabele zijn opgenomen. Als er gekeken wordt naar de *dividend propensity*, waarbij 0 staat voor geen dividenduitkering en 1 voor dividenduitkering, kan gesteld worden dat gemiddeld genomen 80,20% van de familieondernemingen geen dividend uitkeert en 19,80% wel een dividend uitkeert. Dat komt overeen met respectievelijk 628 en 155 waarnemingen. Als er gekeken wordt naar de *dividend payout* dan keert een familieonderneming gemiddeld 1,25% van het balanstotaal als dividend uit en bedraagt de hoogste dividenduitkering 20,55%. Uiteraard is de laagste dividenduitkering gelijk aan nul, aangezien er familieondernemingen zijn die geen dividend uitkeren. Verder laten de samenvattende statistieken zien dat 80,20% van de waarnemingen plaatsvonden in de pre-covid periode en 19,80% van de waarnemingen tijdens de Covid periode. Het is toeval dat er net evenveel waarnemingen tijdens de coronacrisis zijn als dividenduitkeringen, beide 155.

TABEL 1: SAMENVATTENDE STATISTIEKEN

Variabelen	Min	Max	Mean	Median	StDev	Total N
Dividend payout	0.0000	0.2055	0.0125	0.0000	0.0387	783
ROA	-0.0913	0.1608	0.0316	0.0208	0.0611	783
Schuldgraad	0.0072	1.1607	0.6104	0.6445	0.2374	783
Liquide middelen	0.0000	0.3862	0.1161	0.0742	0.1133	783
lnTA	4.9461	11.6433	8.3851	8.4001	1.3124	783
Leeftijd	8.0000	199.0000	61.4572	51.0000	34.5762	783
SEW	1.7308	6.8077	5.3621	5.3846	0.7264	783
Frequencies	N	%	Total N			
No dividend propensity	628	80.20	783			
Dividend propensity	155	19.80	783			
Pre-Covid	628	80.20	783			
Covid	155	19.80	783			

Tabel 1: Samenvattende statistieken van familieondernemingen en hun dividendpolitiek.

De samenvattende statistieken voor de controlevariabelen worden eveneens weergegeven in tabel 1. Als er gekeken wordt naar de winstgevendheid kan gesteld worden dat de gemiddelde ROA 3,16% bedraagt. Wat de schuldgraad van de ondernemingen betreft laat de tabel een gemiddelde schuldgraad van 61,04% zien. De minimale schuldgraad bedraagt 0,72% en de maximale 116,07%. Er zit een groot verschil op de laagste en de hoogste schuldgraad van de ondernemingen. Verder laten de samenvattende statistieken zien dat de liquide middelen t.o.v. het totaal actief minimaal 0,00%, maximaal 38,62% en gemiddeld 11,61% bedragen. De grootte van de familieondernemingen wordt weergegeven door het natuurlijk logaritme van het totaal actief (lnTA) en bedraagt gemiddeld 8,39. De minima en maxima bevinden zich in de buurt van het gemiddelde, respectievelijk 4,95 en 11,64. Ook laat de tabel een gemiddelde leeftijd van de onderneming zien van afgerond 61 jaar. De oudste onderneming is 199 jaar oud en de jongste 8 jaar. Tot slot laat de tabel zien dat de

familieondernemingen minimaal 1,7308 en maximaal 6,8077 scoren op SEW. Gemiddeld genomen wordt een score van 5,3621 behaald.

TABEL 2: CORRELATIE MATRIX

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Dividend propensity	1.0000								
2 Dividend payout	0.6512***	1.0000							
3 Covid	-0.0296	-0.0014	1.0000						
4 ROA	0.3959***	0.4171***	0.0181	1.0000					
5 Schuldgraad	-0.1127***	-0.0085	0.0182	-0.3161***	1.0000				
6 Liquide middelen	0.2027***	0.2272***	0.0394	0.3817***	-0.3246***	1.0000			
7 lnTA	0.2139***	0.0619*	0.0359	0.0869**	-0.2010***	-0.2041***	1.0000		
8 Leeftijd	0.0298	0.0197	-0.0075	-0.0383	0.0329	-0.0834**	0.0262	1.0000	
9 SEW	-0.0493	-0.0319	0.0003	0.0491	-0.0229	0.0135	0.0013	0,0900**	1.0000

Tabel 2: Correlatie matrix van de variabelen. ***, ** en * geven aan wanneer de resultaten significant zijn op een niveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.

Tabel 2 laat de correlatiematrix zien en geeft de correlaties tussen de verschillende variabelen weer. De tabel laat zien dat *dividend propensity* positief gecorreleerd is met de variabelen *dividend payout*, ROA, liquide middelen en lnTA. Een toename van de positief gecorreleerde variabelen leidt tot een toename van de waarschijnlijkheid van dividenduitkering. De schuldgraad is negatief gecorreleerd met de neiging om al dan niet dividend uit te keren. Als de schuldgraad van een familieondernemingen toeneemt zal de neiging om dividend uit te keren afnemen. De variabele *dividend payout* correleert positief met de ROA en de liquide middelen en zwak positief met het natuurlijk logaritme van het totaal actief. Hoe groter de winstgevendheid, de liquide middelen en de grootte van de onderneming, hoe hoger het uitgekeerde dividend zal zijn. Verder laat tabel 2 zien dat de ROA negatief correleert met de schuldgraad en positief met de liquide middelen en de lnTA. Hoe meer winstgevend de onderneming is, hoe lager haar schuldgraad en hoe meer liquide middelen ze aanhoudt en hoe groter de onderneming. De schuldgraad is op haar beurt negatief gecorreleerd met de liquide middelen en de lnTA. Dus hoe hoger de schuldgraad van de onderneming, hoe minder liquide middelen aanwezig en hoe kleiner de onderneming. De liquide middelen zijn negatief gecorreleerd aan de lnTA en de leeftijd van de onderneming. Hoe groter en ouder de onderneming, hoe minder liquide middelen er aanwezig zijn. Tot slot is de leeftijd nog positief gecorreleerd aan SEW. Hoe ouder de onderneming, hoe groter het belang dat gehecht wordt aan *socioemotional wealth*.

In tabel 3 worden de gemiddelde waarden tussen de pre-covid en de covid periode met elkaar vergeleken voor de variabelen *dividend propensity* en *dividend payout*. Dit zou een eerste inzicht kunnen geven in de verschillen tussen de neiging om al dan niet dividend uit te keren en het niveau van de dividenduitkeringen voor en tijdens de coronacrisis. Maar als er gekeken wordt naar tabel drie kan er gesteld worden dat de verschillen in gemiddelde waarde voor zowel de *dividend propensity* als de *dividend payout* niet significant zijn op een aanvaardbaar significantieniveau. Het betekent dat er geen significant verschil is gevonden tussen de gemiddelden van de twee groepen die vergeleken zijn. Het gebrek aan significantie betekent niet dat er geen echt verschil is, het betekent alleen dat

het verschil niet groot genoeg is om statistisch te worden vastgesteld met de gekozen steekproefgrootte en het significantieniveau.

TABEL 3: T-TEST PRE-COVID TEN OPZICHTE VAN COVID

	Pre-covid	Covid	T statistic
Dividend propensity (%)	20.38	17.42	0.8284
Dividend payout (%)	1.25	1.24	0,0393

*Tabal 3: T-test van dividend propensity en dividend payout tussen pre-covid en covid periode. ***, ** en * geven aan wanneer de resultaten significant zijn op een niveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.*

Tabel 4 vergelijkt de gemiddelde waarden van SEW tussen familieondernemingen die geen en die wel een dividend uitkeren. Hieruit blijkt dat familieondernemingen die wel dividend uitkeren minder hoog scoren op SEW en dat familieondernemingen die geen dividend uitkeren hoger scoren op SEW. Deze bevindingen zijn significant op een significantieniveau van 10%. Dus Familieondernemingen die geen dividend uitkeren, hechten een groter belang aan het behoud van *socioemotional wealth*.

TABEL 4: T-TEST GEEN DIVIDEND PROPENSITY TEN OPZICHTE VAN DIVIDEND PROPENSITY

	No Dividend propensity	Dividend propensity	T statistic
SEW	5,38	5,29	1,3795*

*Tabal 4: T-test van SEW tussen FO die geen en wel dividenduitkeren. ***, ** en * geven aan wanneer de resultaten significant zijn op een niveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.*

4.2 Regressie resultaten

4.2.1 Meervoudige lineaire regressies van Covid op Dividend propensity en Dividend payout

In model (1) van tabel 5 wordt de lineaire relatie tussen de *dividend propensity* en Covid geschat. De model statistieken geven een R^2 van 20,90% wat wil zeggen dat de afhankelijke variabele, *dividend propensity*, voor 20,90% verklaard wordt door de onafhankelijke variabelen in het regressiemodel. Verder kan er een Wald Chi Square van 121,11 met bijhorende p-waarde van 0,00 worden opgetekend. De Wald Chi Square test gaat na of alle coëfficiënten in het model gezamenlijk significant verschillen van nul. De lage p-waarde van 0,00 suggereert dat het model als geheel significant is, wat betekent dat de voorspellers (Covid, ROA, Schuldgraad, Liquide middelen en InTA) gezamenlijk een significante invloed hebben op de neiging om dividend uit te keren.

Model (1) laat zien dat er een significant negatief verband bestaat tussen Covid en de neiging om dividenden uit te keren. Deze bevinding suggereert dat tijdens de coronaperiode familieondernemingen minder snel geneigd zijn om dividenden uit te keren. Deze resultaten liggen in lijn met hypothese 1 waar gesteld wordt dat de coronacrisis bij familieondernemingen een negatieve impact heeft op de kans om al dan niet dividenden uit te keren. Verder geeft model (1) ook nog weer welke variabelen een lineair significant verband hebben met de neiging om al dan niet dividend uit te keren. Men kan zien dat zowel de winstgevendheid, hier weergegeven als de ROA, als de liquide middelen een significante positieve invloed uitoefenen op de waarschijnlijkheid van dividenduitkering. Meer winstgevende ondernemingen of ondernemingen die meer liquide middelen

aanhouden hebben een grotere kans om dividenden uit te keren. Tot slot kan er gezien worden dat de schuldgraad en de lnTA zwak positief gerelateerd zijn met de neiging om dividend te betalen.

TABEL 5: REGRESSIE RESULTATEN VAN DIVIDEND PROPENSITY EN DIVIDEND PAYOUT

	Propensity (1)		Payout (2)	
	Coefficient	Std. Err.	Coefficient	Std. Err.
Covid	-0.051786**	0.0249	-0.0014144	0.0024
ROA	1.882206***	0.2351	0.1778809***	0.0230
Schuldgraad	0.1388654*	0.0767	0.0356019***	0.0075
Liquide middelen	0.5481543***	0.1496	0.0575921***	0.0146
lnTA	0.0658144***	0.0145	0.0029027**	0.0014
Intercept	-0.5529828***	0.1433	-0.0454575***	0.0139
R ² (%)	20.90		20.05	
Wald Chi Square (5)	121.11		98.88	
Prob > Chi Square	0.00		0.00	
N	783		783	

Tabel 5: De eerste afhankelijke variabele (1) is Dividend propensity en neemt waarde één aan wanneer de onderneming dividend uitkeert en anders nul. De tweede afhankelijke variabele (2) is Dividend payout en geeft het niveau van dividenduitkeringen weer. ***, ** en * geven aan wanneer de resultaten significant zijn op een niveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.

Model (2) van tabel 5 schat dan weer het effect van Covid op de *dividend payout*. Hier wordt de *dividend payout* voor 20,05% verklaard door onafhankelijke variabelen uit het regressiemodel. De Wald Chi Square bedraagt dan weer 98,88 en door de bijbehorende lage p-waarde van 0,00 kan het regressiemodel in zijn geheel als significant beschouwd worden. Zowel in model (1) als in model (2) is het totaal aantal observaties gelijk aan 783.

Model (2) laat zien dat er geen significant lineair verband bestaat tussen de coronacrisis en het niveau van dividenduitkeringen. Als gevolg hiervan kan hypothese 2 waarin werd gesteld dat de coronacrisis ook bij familieondernemingen een negatieve impact heeft op het niveau van het uitgekeerde dividend bevestigd noch weerlegd worden. Model (2) geeft inzicht in welke factoren wel een significant lineair verband hebben met het niveau van dividenduitkeringen. Net zoals in model (1) is er een significant positief verband tussen de afhankelijke variabele en de ROA en schuldgraad. Hoe hoger het rendement op het totaal actief of hoe hoger de schuldgraad, hoe hoger de dividenduitkeringen zullen zijn. Verder zijn, net zoals in model (1) de volgende variabelen: liquide middelen en grootte van de onderneming significant positief gecorreleerd aan het niveau van dividenduitkeringen bij familiale ondernemingen. Dus hoe meer liquide middelen men aanhoudt en hoe groter de familieonderneming, hoe hoger het uitgekeerde dividend zal zijn.

4.2.2 Moderatie-analyses van SEW op Dividend propensity en Dividend payout

Tabel 6 geeft de regressie resultaten van de moderatie-analyses van SEW op *dividend propensity* en *Dividend payout* tijdens de coronacrisis weer. Model (1) en model (2) hebben een R² van respectievelijk 21,34% en 20,48%. Model (1) heeft een Wald Chi Square van 122,58 en model (2) van 102,61. Beide modellen hebben een bijhorende p-waarde van 0,00 waardoor ze in hun geheel als significant beschouwd kunnen worden. Ook tabel 6 bevat voor beide modellen 783 observaties.

Model (1) laat de resultaten voor *Dividend propensity* zien. Hypothese 3 stelde dat de impact van de coronacrisis op de kans op dividenduitkeringen sterker is bij familieondernemingen met een groot verlangen naar behoud van SEW. Als er gekeken wordt naar de regressieresultaten van model (1) kan hypothese 3 bevestigd noch verworpen worden aangezien de variabele Covid_SEW niet significant is. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat de vijf afzonderlijke FIBER-dimensies waaruit het SEW concept bestaat elkaar uitvlakken. Om dat na te gaan zal voor elke dimensie apart een robuustheidsanalyse uitgevoerd worden (zie 4.3).

TABEL 6: REGRESSIE RESULTATEN MODERATIE-ANALYSE VAN SEW OP DIVIDEND PROPENSITY EN DIVIDEND PAYOUT

	Propensity (1)		Payout (2)	
	Coefficient	Std. Err.	Coefficient	Std. Err.
Covid	0.005582	0.1886	0.0304438*	0.0184
Covid_SEW	-0.010694	0.0349	-0.0059401*	0.0034
SEW	-0.0290955	0.0262	-0.0010203	0.0026
ROA	1.891655***	0.2357	0.1767988***	0.0230
Schuldgraad	0.136778*	0.0767	0.0352025***	0.0075
Liquide middelen	0.5457656***	0.1496	0.05743944***	0.0146
lnTA	0.0656033***	0.0145	0.0028355**	0.0014
Intercept	-0.3937961**	0.2013	-0.0391178**	0.0196
R ² (%)	21.34		20.48	
Wald Chi Square (7)	122.58		102.61	
Prob > Chi Square	0.00		0.00	
N	783		783	

Tabel 6: De eerste afhankelijke variabele (1) is *Dividend propensity* en neemt waarde één aan wanneer de onderneming dividend uitkeert en anders nul. De tweede afhankelijke variabele (2) is *Dividend payout* en geeft het niveau van dividenduitkeringen weer. De moderator variabele is SEW. ***, ** en * geven aan wanneer de resultaten significant zijn op een niveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.

Model (2) van tabel 6 geeft de regressie resultaten voor de *Dividend payout*. Hier kan wel een significant negatief verband opgetekend worden tussen de variabele Covid_SEW en de *Dividend payout*. Een sterkere focus op SEW heeft een verlagend effect op de relatie tussen de coronacrisis en *dividend payout*. Hypothese 4 die stelt dat een sterke focus op SEW de relatie tussen Covid en de dividend niveaus negatief modereert, kan bijgevolg bevestigd worden. Interessant om hier op te merken is dat Covid in model (2) wel significant positief correleert met de *Dividend payout*. Dus als er geen sprake is van SEW dan heeft Covid een positief effect op het niveau van de dividenduitkering en als er voldoende hoge SEW aanwezig is dan correleren Covid en de *Dividend payout* negatief. Net zoals bij model (1) van tabel 6 kan het ook hier interessant zijn om het SEW-concept op te splitsen in haar vijf dimensies (zie 4.3).

4.3 Robustness tests

In deze sectie zullen robuustheid analyses uitgevoerd worden om de stabiliteit en betrouwbaarheid van het moderator model te beoordelen. Specifiek werden de moderator analyses van tabel 6 opnieuw uitgevoerd maar telkens werd SEW vervangen door één van de vijf FIBER-dimensies. Door

afzonderlijk te gaan kijken naar elke dimensie kan er een meer gedetailleerd begrip bekomen worden van elke dimensie. In totaal werden er dus twee keer vijf robuustheid analyses uitgevoerd. Slechts drie hiervan, zij die significant waren, zullen besproken worden. Maar eerst worden de beschrijvende statistieken en een t-test van de FIBER-dimensies weergegeven.

TABEL 7: SAMENVATTENDE STATISTIEKEN FIBER-DIMENSIES

Variabelen	Min	Max	Mean	Median	StDev	Total N
F_Dim	1.0000	7.0000	5.0015	5.2000	1.1597	783
I_Dim	1.0000	7.0000	5.7954	6.0000	0.9720	783
B_Dim	1.8000	7.0000	5.4833	5.6000	0.8330	783
E_Dim	1.5000	7.0000	5.0498	5.0000	0.9524	783
R_Dim	1.0000	7.0000	5.4799	5.7500	1.1083	783

Tabel 7: Samenvattende statistieken van de FIBER-dimensies

Tabel 7 laat de samenvattende statistieken van de vijf FIBER-dimensies afzonderlijk zien. De minima en maxima van de dimensies liggen respectievelijk tussen de 1 en 7. De gemiddelde score bij de **familiale controle en invloed** van 5,0015 laat zien dat de familieleden een redelijke mate van controle uitoefenen binnen de familieonderneming. De gemiddelde waarde van de tweede dimensie waarbij gekeken wordt naar de **identificatie van familieleden met de onderneming** bedraagt 5,7954. In vergelijking met de andere FIBER-dimensies is dit de hoogste score waaruit blijkt dat de familieleden zich sterk identificeren met de familieonderneming. De respondenten kennen een gemiddelde score van 5,4833 toe op vlak van **bindende sociale banden** en dat wijst op nauwe en onlosmakelijke banden met de familieonderneming. De gemiddelde score van **emotionele gehechtheid** is gelijk aan 5,0498 en toont een sterke vermenging van emotionele en zakelijke factoren. De laatste dimensie, **vernieuwing van de familiebanden**, scoort gemiddeld 5,4799. Dat benadrukt de intentie van familieleden om de onderneming over te dragen aan de volgende generatie.

TABEL 8: T-TEST GEEN DIVIDEND PROPENSITY TEN OPZICHTE VAN DIVIDEND PROPENSITY

	No Dividend propensity	Dividend propensity	T statistic
F_Dim	5,10	4,59	4,9477***
I_Dim	5,81	5,73	0,9036
B_Dim	5,47	5,55	-11947
E_Dim	5,06	5,02	0,4286
R_Dim	5,46	5,57	-1225

*Tabel 8: T-test van de FIBER-dimensies tussen FO die geen en wel dividenduiteren. ***, ** en * geven*

In tabel 8 worden de gemiddelde waarden tussen de familieondernemingen die ervoor kiezen om geen of juist wel een dividend uit te keren vergeleken voor de FIBER-dimensies. Op deze manier kan er inzicht verkregen worden of familieondernemingen die geen dividend uitkeren hoger of lager scoren op een bepaalde dimensie. Volgens tabel 8 is enkel het verschil tussen gemiddelde waarden van de F-dimensie significant. Hieruit kan geconcludeerd worden dat familieondernemingen die geen dividend uitkeren gemiddeld hoger scoren (5,10) op de F-dimensie dan zij die wel dividend uitkeren (4,59). Dus familieondernemingen die meer belang hechten aan familie controle zullen minder snel dividend uitkeren. De andere verschillen in gemiddelde waarden zijn net zoals in tabel 3 niet significant en zijn bijgevolg niet vatbaar voor interpretatie.

Tabel 9 geeft de eerste robuustheid analyse weer. Hier werd in de moderator analyse van tabel 6 SEW vervangen door de B-dimensie. Deze dimensie verwijst naar de bindende sociale banden van familieleden met de familieonderneming. De tabel laat een significant negatief verband zien tussen de variabele Covid_B_Dim en de waarschijnlijkheid om dividend uit te keren. Familieondernemingen met sterke sociale banden vertonen tijdens de coronacrisis een sterkere daling van de neiging om dividenden uit te keren. Deze resultaten liggen in lijn met sectie 2.5 uit de literatuurstudie waar gesteld werd dat Familieondernemingen die sterk focussen op SEW minder dividenden uitkeren tijdens de coronacrisis om op die manier de continuïteit te waarborgen. Specifiek voor het behoud van bindende sociale banden tijdens de corona crisis verlagen familieondernemingen hun dividenden nog sterker om te kunnen blijven voldoen aan de kapitaaluitgaven en het aangaan van lange termijn schulden om in de toekomst concurrerend te blijven.

TABEL 9: ROBUUSTHEIDSANALYSE VAN B-DIMENSIE EN DIVIDEND PROPENSITY

	Propensity
Covid	0.3255125*
Covid_B_Dim	-0.0687835**
B_Dim	0.0256157
ROA	1.845738***
Schuldgraad	0.1284287*
Liquide middelen	0.5368547***
lnTA	0.0660566***
Intercept	-0.6862174***

*Tabel 7: Regressie resultaten van de robuustheidsanalyse van de B-dimensie op dividend propensity. ***, ** en * geven aan wanneer de resultaten significant zijn op een niveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.*

Tabel 10 geeft de tweede en derde robuustheid analyse weer van respectievelijk de I- en B-dimensie op de *dividend payout*. Ook hier werd in de moderator analyse van tabel 6 SEW vervangen door respectievelijk de I- en B-dimensie. De I-dimensie verwijst naar de identificatie van familieleden met de onderneming en de B-dimensie naar de bindende sociale banden van familieleden met de familieonderneming. Model (1) van tabel 10 laat een significant negatief verband zien tussen de variabele Covid_I_Dim en de *Dividend payout*. Familieondernemingen die sterk scoren op de I-dimensie verlagen tijdens de coronacrisis hun dividenden feller. Voorts laat model (2) van tabel 8 ook een significant negatief verband zien tussen de variabele Covid_B_Dim en de *dividend payout*. Deze resultaten komen overeen met sectie 2.5 van de literatuurstudie waar gesteld werd dat familieondernemingen die sterk focussen op SEW tijdens de coronacrisis hun dividenden sterker verlagen. Voor de I-dimensie ligt de verklaring in het feit dat een sterke identificatie zorgt voor een langetermijnvisie waardoor, in tijden van crisis, ondernemingen minder winsten uitkeren om zich te beschermen. Voor het behoud van bindende sociale banden tijdens de corona crisis verlagen familieondernemingen hun dividenden nog sterker om te kunnen blijven voldoen aan de kapitaaluitgaven en het aangaan van lange termijn schulden om in de toekomst concurrerend te blijven zoals reeds besproken in de vorige alinea.

TABEL 10: ROBUUSTHEIDSANALYSE VAN I- EN B-DIMENSIE OP DIVIDEND PAYOUT

	Payout	
	I-Dimensie	B-Dimensie
	(1)	(2)
Covid	0.0376516*	0.0309957*
Covid_I_Dim	-0.00673***	/
I_Dim	0.000735	/
Covid_B_Dim	/	-0.0059061**
B_Dim	/	0.0012119
ROA	0.1749415***	0.1755094***
Schuldgraad	0.0356841***	0.0348026***
Liquide middelen	0.0585017***	0.0564202***
lnTA	0.0028186**	0.0029173**
Intercept	-0.049064***	-0.0514898***

*Tabel 8: Regressie resultaten van de robuustheidsanalyse van de I- en B-dimensie op dividend payout. ***, ** en * geven aan wanneer de resultaten significant zijn op een niveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.*

5 Discussie

5.1 Analyse resultaten met terugkoppeling naar literatuur

De resultaten van de beschrijvende statistieken laten zien dat slechts weinig familieondernemingen ervoor kiezen om een dividend uit te keren. Maar liefst 80,20% van de familieondernemingen keren geen dividend uit. Deze bevinding ligt in lijn met de onderzoeken van (Deslandes et al., 2016; He et al., 2012; Setia-Atmaja, 2017; Wu et al., 2020) die werden besproken in de inleiding. Hun onderzoeksresultaten tonen aan dat familiebezit een negatief effect heeft op de neiging om dividenden uit te keren en worden dus bevestigd door dit onderzoek.

Op basis van de reeds bestaande literatuur omtrent de impact van de coronacrisis op het dividendbeleid van ondernemingen konden hypothesen opgesteld worden. Deze hypothesen stellen dat de coronacrisis een negatieve impact heeft op het dividendbeleid van familieondernemingen. Als basis voor deze hypothesen werd gebruik gemaakt van de veronderstelling dat de coronacrisis onzekerheid met zich meebracht waardoor ondernemingen hun dividenduitkeringen gingen schrappen of verlagen om zo meer cash te kunnen bijhouden als bescherming tegen de crisis (Cejnek et al., 2021; Eugster et al., 2022; Lindén et al., 2023; Molly & Michiels, 2022; Wigglesworth & Darbyshire, 2020).

In overeenstemming met de literatuur, bevestigen de regressie resultaten dat er een significant negatief verband bestaat tussen de coronacrisis en de neiging om dividenden uit te keren. De resultaten suggereren dat de neiging om dividenden uit te keren kleiner is tijdens de coronacrisis. Echter tonen de regressieresultaten, tegen de verwachting van de literatuur in, geen significant negatief verband aan tussen de coronacrisis en het niveau van dividenduitkeringen. Een mogelijke verklaring voor deze tegenstrijdigheid is dat familieondernemingen die toch beslissen om een dividend uit te keren tijdens een crisis het niveau van die dividenduitkeringen stabiel houden om een signaal uit te sturen dat de onderneming financieel stabiel is en voldoende winst genereert. Deze mogelijke verklaring kan gevonden worden in de *dividend signalling theory* die stelt dat managers het idee hebben dat dividenden de toekomstige winstvooruitzichten van een onderneming weerspiegelen en op die manier dus signaleren hoe de onderneming zal presteren in de toekomst (Baker et al., 2016).

Voorts werden er op basis van reeds bestaande literatuur ook hypothesen opgesteld rond het modererende effect van SEW op de negatieve relatie tussen de coronacrisis en het dividendbeleid van familieondernemingen. De hypothesen veronderstellen een negatief modererend effect van SEW op de negatieve relatie tussen de coronacrisis en het dividendbeleid. Hiervoor werd gesteund op de literatuur van Habbershon et al. (2003) die stelt dat prestaties van familieondernemingen niet alleen begrepen kunnen worden door te kijken naar financiële resultaten, maar dat er ook dient gekeken te worden naar niet-economische zaken zoals het behoud van *socioemotional wealth* (Habbershon et al., 2003). Familieondernemingen met een groter verlangen naar SEW zullen tijdens de coronacrisis nog sterker afzien van dividenduitkeringen en als ze besluiten om dividenden uit te keren zullen ze kleinere bedragen uitkeren (Belda-Ruiz et al., 2022). Tijdens de coronacrisis hebben veel ondernemingen te maken gehad met financiële uitdagingen. Daarom hebben familieondernemingen

die veel belang hechten aan het behoud van SEW tijdens de pandemie hun dividenden extra verlaagd of zelfs helemaal geschrapt om de continuïteit van de onderneming te waarborgen.

In lijn met de literatuur laten de resultaten van de moderatie-analyses zien dat er een significant negatief modererend effect bestaat van SEW op de relatie tussen de coronacrisis en het niveau van dividenduitkeringen. Deze resultaten impliceren dat ondernemingen die hoger scoren op SEW tijdens de coronacrisis hun dividenden sterker laten dalen. Verder bleek uit de moderatie-analyses dat er geen significante relatie bestaat tussen het verlangen naar behoud van SEW tijdens de coronacrisis en de neiging om dividenden uit te keren. Dat kan verklaard worden doordat de vijf afzonderlijke dimensies waaruit SEW is opgebouwd elkaar mogelijk uitvlakken.

Hiervoor werd een robuustheidsanalyse opgesteld. Uit de resultaten van die robuustheidsanalyse blijkt dat familieondernemingen die hoog scoren op de I-en B-dimensie, Identificatie van de familie met de onderneming en Bindende sociale banden, tijdens de coronacrisis hun dividenden sterker verlagen. Deze resultaten liggen in lijn met de literatuur die stelt dat sterke bindende sociale banden en een sterke identificatie van familieleden met de onderneming leidt tot lagere dividenden (Cabrera-Suárez et al., 2014). Een sterke identificatie zorgt voor een langetermijnvisie waardoor er tijdens een crisis minder winsten worden uitgekeerd als bescherming tegen de onzekere tijden. En, dat sterke bindende sociale banden vereisen dat de familieonderneming op lange termijn concurrerend blijft. Om concurrerend te blijven worden dan kapitaaluitgaven gedaan en lange termijn schulden aangegaan waardoor het dividendbeleid negatief beïnvloed wordt (Gomez-Mejia et al., 2019).

5.2 Beperkingen onderzoek

Een eerste beperking van het onderzoek is het lage percentage van dividenduitkeringen. Doordat slechts 19,80% van de familieondernemingen een dividend uitkeert, blijft de variabiliteit van de steekproef beperkt. Hierdoor kan het zijn dat bepaalde patronen of trends omtrent de dividendpolitiek van familieondernemingen niet aan het licht zijn gekomen. Het lage percentage van dividenduitkeringen bemoeilijkt ook het verkrijgen van diepgaande inzichten in de variabelen die de dividenduitkeringen verklaren.

Een tweede beperking van dit onderzoek is dat er in de steekproef geen familieondernemingen van de eerste generatie zijn opgenomen. De reden hiervoor is dat de dataset enkel uit ondernemingen bestaat waar een overdracht heeft plaatsgevonden. Als gevolg hiervan wordt er geen rekening gehouden met unieke kenmerken van familieondernemingen van de eerste generatie. Een eerste kenmerk voor eerste graad van familieondernemingen is dat oprichters van een onderneming zich vaak zeer sterk identificeren met hun onderneming waardoor hun focus ligt op herinvesteren om de groei en continuïteit te waarborgen in plaats van dividenden uit te keren. Dat sluit aan met een tweede kenmerk van een eerste generatie van familieondernemingen. Eerste generaties van familieondernemingen kunnen een sterke behoefte hebben aan financiële onafhankelijkheid om willen externe financiering vermijden. Door dividenden laag te houden, kunnen ze interne middelen opbouwen om toekomstige groei te financieren zonder afhankelijk te zijn van externe bronnen. Mogelijk kunnen die kenmerken relevant zijn voor dit onderzoek naar dividendbeleid.

5.3 Toekomstig onderzoek

Een eerste aanbeveling voor toekomstig onderzoek naar het dividendbeleid van familieondernemingen is dat er verder rekening gehouden dient te worden met haar heterogene karakter. Want naast SEW zijn er nog tal van andere vlakken waarop familieondernemingen onderling verschillen. Zo kan ook de grootte of generatie of mate van familiale betrokkenheid van de onderneming een impact hebben op haar dividendbeleid. Grotere ondernemingen hebben doorgaans meer stabielere inkomsten en toegang tot diverse financieringsbronnen. Die stellen hun instaat om consistentere en mogelijk hogere dividenden uit te keren. Een eerste generatie van familieondernemingen kunnen de neiging hebben om meer winst te herinvesteren om de groei te stimuleren waardoor er geen of minder winst wordt uitgekeerd. Bij hoge familiale betrokkenheid worden winsten ook sterker behouden binnen de onderneming om de lange termijn visie en stabiliteit te waarborgen. Door rekening te houden met het heterogene karakter kunnen er meer betrouwbare onderzoeksresultaten met een hogere validiteit verkregen worden omtrent het dividendbeleid van familieondernemingen. Verder kunnen er diepere inzichten verworven worden in de complexiteit van deze ondernemingen wat kan leiden tot belangrijke beleidsimplicaties.

Ook dient er toekomstig onderzoek plaats te vinden naar hoe de verschillende FIBER-dimensies waaruit SEW is opgebouwd invloed hebben op het dividendbeleid van familieondernemingen. Deze masterproef heeft hier in beperkte mate rekening mee gehouden via robuustheidsanalyses. Verder onderzoek is nodig omdat deze dimensies gezamenlijk een diepgaand inzicht bieden in motivaties en gedragingen die uniek zijn voor familieondernemingen. Door elk van deze dimensies in detail te analyseren kan men een volledig en genuanceerd beeld krijgen van hoe SEW het dividendbeleid beïnvloedt.

6 Conclusie

Om een inzicht te krijgen in het dividendbeleid van familieondernemingen heeft deze masterproef onderzoek gedaan naar het effect van de coronacrisis op het dividendbeleid van familieondernemingen. Concreet werd nagegaan welke impact de coronacrisis heeft op de dividendpolitiek van een heterogene groep van familieondernemingen. Hiervoor werd een nauwgezette analyse van de literatuur uitgevoerd, gevolgd door empirisch onderzoek.

De literatuur rond de coronacrisis toont aan dat ondernemingen wereldwijd als gevolg van de pandemie hun activiteiten moesten stilleggen waardoor ze enorme verliezen hebben geleden (De Zvallos et al., 2023). De ondernemingen die winst maakten gingen deze winst inhouden vanwege de angst voor toekomstige verliezen (Lindén et al., 2023). Als gevolg van de coronacrisis werden dividenden verlaagd of geschrapt om meer cash te kunnen aanhouden en de crisis te doorstaan (Eugster et al., 2022; Molly & Michiels, 2022; Wigglesworth & Darbyshire, 2020). Deze masterproef heeft onderzocht of dezelfde trend merkbaar is bij familieondernemingen.

Verder wordt gefocust op familieondernemingen omdat het onderzoek naar hun dividendbeleid onderbelicht is. Er bestaat vooral onderzoek naar het dividendbeleid van publieke ondernemingen, terwijl familieondernemingen de overgrote meerderheid van de economie uitmaken (Chua et al., 2012). Overigens wordt in dit onderzoek ook rekening gehouden met de heterogeniteit van familieondernemingen op vlak van hun focus op *socioemotional wealth* (SEW), om zo hun gedrag en prestaties beter te kunnen begrijpen (Chua et al., 2012). SEW wordt gezien als de belangrijkste component om de heterogeniteit van familieondernemingen te onderscheiden (Berrone et al., 2010). Bijkomend werd onderzocht of SEW een modererend effect heeft op de relatie van corona op dividendbeleid. Familieondernemingen met een groter verlangen van om SEW te behouden zullen eerder afzien dividenduitkeringen en zullen lagere dividenden uitkeren (Belda-Ruiz et al., 2022). Deze stelling is ook van toepassing tijdens een periode van onzekere tijden doordat familieondernemingen die hoog scoren op SEW de continuïteit van de onderneming willen verzekeren door minder geneigd te zijn een dividend uit te betalen en lagere dividenden uitkeren.

Het empirisch onderzoek toont een significant negatief verband tussen de pandemie en de neiging om dividenden uit te keren. De resultaten laten zien dat de neiging om een dividend uit te keren kleiner is tijdens de pandemie. Ook tonen de onderzoeksresultaten aan dat een hoge focus op SEW leidt tot een sterkere daling van dividenden tijdens de crisis.

Deze masterproef draagt bij aan de financieringsliteratuur van familieondernemingen door een inzicht te verschaffen in het dividendbeleid tijdens onzekere tijden. Dat terwijl er rekening gehouden wordt met de onderlinge verschillen van familieondernemingen op gebied van SEW. Hierdoor hebben de onderzoeksresultaten een grotere verklaringskracht en wordt er een dieper inzicht verschaft in het dividendbeleid van familieondernemingen.

7 Bronnenlijst

- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms? *Journal of Financial research*, 26(3), 371-387.
- Ali, N., Rehman, M. Z. U., Ashraf, B. N., & Shear, F. (2022). Corporate dividend policies during the COVID-19 pandemic. *Economies*, 10(11), 263.
- Andres, C., Betzer, A., van den Bongard, I., & Goergen, M. (2019). Dividend policy, corporate control and the tax status of the controlling shareholder. *Economia e politica industriale*, 46(2), 157-189. <https://doi.org/10.1007/s40812-018-0100-6>
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144.
- Baker, M., Mendel, B., & Wurgler, J. (2016). Dividends as Reference Points: A Behavioral Signaling Approach. *The Review of financial studies*, 29(3), 697-738. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv058>
- Baldwin, R. (2020). Keeping the lights on: Economic medicine for medical shock. *VOXEU*. Retrieved 13/3/2020, from <https://cepr.org/voxeu/columns/keeping-lights-economic-medicine-medical-shock>
- Baron, R. A. (2008). The Role of Affect in the Entrepreneurial Process. *The Academy of Management review*, 33(2), 328-340. <https://doi.org/10.5465/AMR.2008.31193166>
- Belda-Ruiz, M., Sánchez-Marín, G., & Baixauli-Soler, J. S. (2022). Influence of family-centered goals on dividend policy in family firms: A socioemotional wealth approach. *International entrepreneurship and management journal*, 18(4), 1503-1526. <https://doi.org/10.1007/s11365-021-00741-x>
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larrazza-Kintana, M. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less? *Administrative science quarterly*, 55(1), 82-113. <https://doi.org/10.2189/asqu.2010.55.1.82>
- Brodeur, A., Gray, D., Islam, A., & Bhuiyan, S. (2021). A literature review of the economics of COVID-19. *Journal of economic surveys*, 35(4), 1007-1044.
- Cabrera-Suárez, M. K., Déniz-Déniz, M. d. L. C., & Martín-Santana, J. D. (2014). The setting of non-financial goals in the family firm: The influence of family climate and identification. *Journal of Family Business Strategy*, 5(3), 289-299. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.05.003>
- Cejnek, G., Randl, O., & Zechner, J. (2021). The COVID-19 Pandemic and Corporate Dividend Policy. *Journal of financial and quantitative analysis*, 56(7), 2389-2410. <https://doi.org/10.1017/S0022109021000533>
- Chrisman, J. J., & Holt, D. T. (2016). Beyond socioemotional wealth: taking another step toward a theory of the family firm. *Management research (Armonk, N.Y.)*, 14(3), 279-287. <https://doi.org/10.1108/MRJIAM-06-2016-0670>

- Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (2012). VARIATIONS IN R&D INVESTMENTS OF FAMILY AND NONFAMILY FIRMS: BEHAVIORAL AGENCY AND MYOPIC LOSS AVERSION PERSPECTIVES. *Academy of Management journal*, 55(4), 976-997. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0211>
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship theory and practice*, 23(4), 25.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship theory and practice*, 36(6), 1103-1113. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00540.x>
- De Zavallos, G. F. D. O., Clemente-Almendros, J. A., & Rosado, M. E. B. (2023). The COVID-19 Crisis and the Financial Impact on Family Firms. *Studies in business and economics (Romania)*, 18(2), 86-108. <https://doi.org/10.2478/sbe-2023-0026>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Deslandes, M., Fortin, A., & Landry, S. (2016). Payout differences between family and nonfamily listed firms: a socioemotional wealth perspective. *Journal of family business management*, 6(1). <https://doi.org/10.1108/JFBM-05-2015-0020>
- Eugster, N., Ducret, R., Isakov, D., & Weisskopf, J. P. (2022). Chasing dividends during the COVID-19 pandemic. *International review of finance*, 22(2), 335-345. <https://doi.org/10.1111/irfi.12360>
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of management Studies*, 47(2), 223-252. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00889.x>
- Gomez-Mejia, L. R., Neacsu, I., & Martin, G. (2019). CEO Risk-Taking and Socioemotional Wealth: The Behavioral Agency Model, Family Control, and CEO Option Wealth. *Journal of management*, 45(4), 1713-1738. <https://doi.org/10.1177/0149206317723711>
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M.-A. (2014). Family involvement and dividend policy in closely held firms. *Family Business Review*, 27(4), 365-385.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European economic review*, 47(4), 731-758.
- Habbershon, T. G., Williams, M., & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of business venturing*, 18(4), 451-465. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00053-3](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00053-3)
- He, T. T., Li, W. X. B., & Tang, G. Y. N. (2012). Dividends Behavior in State- Versus Family-Controlled Firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of business ethics*, 110(1), 97-112. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1150-0>
- How, J. C., Verhoeven, P., & Wu, C. L. (2008). DIVIDENDS AND EXPROPRIATION IN HONG KONG. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 4(1).

- Huang, Y., Chen, A., & Kao, L. (2012). Corporate governance in Taiwan: The nonmonotonic relationship between family ownership and dividend policy. *Asia Pacific journal of management*, 29(1), 39-58. <https://doi.org/10.1007/s10490-011-9279-z>
- Isakov, D., & Weisskopf, J.-P. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of corporate finance* (Amsterdam, Netherlands), 33, 330-344. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.01.003>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00711-9>
- Kaye, K. (1999). Succeeding Generations: Realizing the Dream of Families in Business. *Family Business Review*, 12(2), 189. <https://go.exlibris.link/3Tjwts3>
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769-784.
- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 42, 101910.
- Lee, K. F. (2010). An empirical study of dividend payout and future earnings in Singapore. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 13(02), 267-286.
- Lindén, A., Lehner, O. M., Losbichler, H., & Martikainen, M. (2023). Dividend payout decisions under uncertainty: the ownership influence in the early days of the COVID-19 pandemic in Finland. *Journal of applied accounting research*, 24(2), 299-317. <https://doi.org/10.1108/JAAR-10-2021-0274>
- Lipson, M. L., Maqueiera, C. P., & Megginson, W. (1998). Dividend initiations and earnings surprises. *Financial Management*, 36-45.
- Maury, C. B., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *LTA*, 1(2), 15-45.
- Mazur, M., Dang, M., & Vo, T. A. T. (2020). Dividend policy and the COVID-19 crisis.
- Meckling, J. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. chrome-extension://efaidnbmnribpcajpcglclefindmkaj/<https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
- Michiels, A., & Molly, V. (2017). Financing decisions in family businesses: A review and suggestions for developing the field. *Family Business Review*, 30(4), 369-399.
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (2015). Dividends and family governance practices in private family firms. *Small business economics*, 44(2), 299-314. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9594-0>
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Molly, V., & Michiels, A. (2022). Dividend decisions in family businesses: A systematic review and research agenda. *Journal of economic surveys*, 36(4), 992-1026. <https://doi.org/10.1111/joes.12460>
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. In: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Nordqvist, M., Melin, L., Waldkirch, M., & Kumeto, G. (2015). *Theoretical perspectives on family businesses*. Edward Elgar Publishing.

- Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate governance : an international review*, 20(5), 413-431. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00921.x>
- Ratten, V. (2023). Editorial: A new definition of family business. *Journal of family business management*, 13(3), 545-545. <https://doi.org/10.1108/JFBM-09-2023-160>
- San Martín Reyna, J. M. (2017). Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. *Contaduría, administración*, 62(4), 1199-1213. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.006>
- Sener, P., & Akben Selcuk, E. (2019). Family involvement, corporate governance and dividends in Turkey. *Managerial Finance*, 45(5), 602-621.
- Setia-Atmaja, L. (2017). The impact of family control on dividend policy: Evidence from Indonesia. *International Research Journal of Business Studies*, 9(3), 147-156.
- Shukla, P. P., Carney, M., & Gedajlovic, E. (2014). Economic theories of family firms. *The Sage handbook of family business*, 100-118.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(4), 339-358. <https://doi.org/10.1111/1540-8520.t01-1-00013>
- Weimann, V., Gerken, M., & Hülsbeck, M. (2021). Old flames never die – the role of binding social ties for corporate entrepreneurship in family firms. *International entrepreneurship and management journal*, 17(4), 1707-1730. <https://doi.org/10.1007/s11365-021-00749-3>
- Wigglesworth, R., & Darbyshire, M. (2020). How Covid-19 sparked a dividend drought for investors. *FT.com*. <https://go.exlibris.link/MGdd7ZKN>
- Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of management Review*, 23(1), 133-153.
- Wu, M., Ni, Y., & Huang, P. (2020). Dividend payouts and family-controlled firms—The effect of culture on business. *The Quarterly review of economics and finance*, 75, 221-228. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.03.004>
- Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2012). Family Control and Family Firm Valuation by Family CEOs: The Importance of Intentions for Transgenerational Control. *Organization science (Providence, R.I.)*, 23(3), 851-868. <https://doi.org/10.1287/orsc.1110.0665>