



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Veranderen familiebedrijven hun financieringsstructuur gedurende een crisis om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren?

Robin Moonen

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

PROMOTOR :

dr. Ruveyda KELLECI



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2023
2024



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Veranderen familiebedrijven hun financieringsstructuur gedurende een crisis om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren?

Robin Moonen

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

PROMOTOR :

dr. Ruveyda KELLECI

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn masteropleiding Handelswetenschappen – Finance aan de Universiteit van Hasselt. Het onderzoek ligt zowel in het verlengde van mijn afstudeerrichting, als in het verlengde van mijn interesse. Het maken van deze proef was een leerrijk proces, waarbij de vaardigheden en de kennis van de gehele opleiding van pas kwamen.

Graag wil ik mijn oprechte dank uitspreken aan mijn promotor, Ruveyda Kelleci, voor haar waardevolle inzichten en positieve instelling.

Samenvatting

Familiebedrijven zijn een van de belangrijkste steunpilaren van onze economie. Volgens de definitie van Hoof (2021), waarbij een familiebedrijf wordt omschreven als een onderneming waar één of meerdere families het aandeelhouderschap bezitten en de intentie hebben om de onderneming over te dragen aan volgende generaties, behoort 77 procent van de Belgische bedrijven met personeel tot deze categorie. Het stilvallen van deze grote groep bedrijven zou dan ook grote economische gevolgen hebben. Toch blijft het voor familiebedrijven een vitale uitdaging om voldoende en gepaste financieringsbronnen te vinden om hun bedrijfsactiva te financieren (Michiels, 2018). Een andere belangrijke uitdaging is het overleven van plotselinge wereldeconomische schokken zoals de recente covid-19 pandemie (Coppens et al., 2021). Deze economisch onzekere omstandigheden kan het aantrekken van financieringsbronnen bemoeilijken. Het tijdig aanpassen van de financieringsstructuur is daarom ook van cruciaal belang aangezien een verkeerde financieringsbeslissing ernstige gevolgen kan hebben voor de overleving van een onderneming (Danso & Adomako, 2014). Enerzijds leert de bestaande literatuur ons dat familiebedrijven vaak gebruikmaken van interne financiering en minder geneigd zijn om externe financiering aan te gaan (Michiels, 2018). Anderzijds toont een studie van Vo et al. (2022) aan dat tijdens de uitbraak van de Covid-19 een stijgende trend in vreemd vermogen werd vastgesteld.

Het doel van dit onderzoek is om na te gaan of familiebedrijven hun financieringscyclus tijdens economisch onzekere omstandigheden veranderen om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren. Hiervoor werden uit de Bel-first-database van Bureau van Dijk gegevens verzameld van 210 Belgische familiebedrijven. Vervolgens werden verschillende statistische analyses uitgevoerd, zoals een One-Way ANOVA-analyse en een non-parametrische Mann-Whitney U-test, om drie gevormde hypothesen te toetsen. Hoewel de focus voornamelijk ligt op de Covid-19 pandemie, zijn ook data van twee voorgaande crises, de financiële crisis en de Eurozone schulden crisis, bekeken. Echter, voor deze twee crises was de steekproefgrootte te beperkt om zelfstandige conclusies uit te trekken en zullen ze eerder dienen als robuustheidstest om de bevindingen voortkomend uit de resultaten van de Covid-19 pandemie te onderbouwen.

De eerste hypothese suggereert dat familiebedrijven in economisch stabiele omstandigheden een lage schuldgraad hebben in vergelijking met familiebedrijven tijdens economisch onzekere omstandigheden. Hierbij is gekeken naar de algemene schuldgraad van familiebedrijven wat het vreemd vermogen van een onderneming afzet ten opzichte van het totale vermogen. De gemiddelde waardes lagen gedurende een crisis hoger ten opzichte van de periode voorafgaand aan een crisis. Bovendien werd ook een significante toename van de schuldgraad waargenomen in een individuele analyse tussen het boekjaar 2018, beschouwd als pre-crisis, en het boekjaar 2022, beschouwd als tijdens de crisis. Significante verschillen tussen andere pre-crisis en crisis boekjaren werden echter niet vastgesteld. Vanuit een voorzichtigheidsoverweging leunen we op de resultaten van de ANOVA-analyse, die alle jaren van de pandemieperiode omvat. Deze analyse toonde geen statistisch significant verschil, wat suggereert dat er onvoldoende bewijs is om de hypothese te bevestigen of te verwerpen.

Een tweede hypothese stelt dat familiebedrijven in economisch stabiele omstandigheden makkelijker hun rentelasten kunnen aflossen in vergelijking met familiebedrijven tijdens economisch onzekere omstandigheden. Hiervoor is gekeken naar het kengetal interest coverage ratio (ICR) die illustreert hoe vlot een bedrijf zijn rentelasten kan betalen uit zijn operationele winst. Een hoge ICR suggereert dat een bedrijf zijn rentelasten gemakkelijk kan voldoen (Van Den Brande & Claessens, n.d.). De gemiddelde waardes lagen tijdens een crisis wel lager dan in de periodes van economische stabiliteit, maar *independent samples t-testen* konden geen significant verschil vaststellen. Deze conclusies werden bevestigd door non-parametrische Mann-Whitney U-testen.

In de derde hypothese wordt er dieper ingaan op de dividenduitbetaling structuur van een familiebedrijf. Dit is van belang, omdat het dividenduitkeringsbeleid inzicht kan bieden in de mate waarin een familiebedrijf zijn winsten herinvesteert voor toekomstige groei of kiest voor het direct belonen van aandeelhouders. Uit de literatuur blijkt dat familiebedrijven vaak een laag dividenduitkeringsbeleid hanteren, met als reden een deel van hun winsten te herinvesteren in het bedrijf en op te slaan als reserves (Michiels, 2018). In perioden van economische onzekerheid, wanneer de winsten naar verwachting een stuk lager uitvallen, gaan familiebedrijven hun dividenduitkeringsbeleid hoogstwaarschijnlijk niet aanpassen. In deze studie zijn statistisch geen significante wijzigingen in het dividendbeleid waargenomen. Met als gevolg dat we blijven bij de opgestelde hypothese. Bovendien werd er vastgesteld in een frequentie-analyse dat de meeste familiebedrijven in de huidige steekproef ervoor kiezen om geen dividend uit te keren, onafhankelijk van de economische omstandigheden.

Een beperking van dit onderzoek is dat Covid-19 eind 2019 al wereldwijd circuleerde. Dit kan invloed hebben op de data van 2019, die in onze studie als pre-crisis wordt beschouwd. Daarnaast is het belangrijk om de data van 2022 kritisch te bekijken, aangezien de effecten van zowel de Covid-19 pandemie als het conflict tussen Rusland en Oekraïne hierin verweven kunnen zijn.

Deze masterproef kan aanleiding geven tot uitgebreider onderzoek dat representatief is voor zowel de financiële crises als de Eurozone schulden crises. Dit onderzoek zou bovendien herhaald kunnen worden buiten de Belgische context of in een latere periode. Hierdoor kan eveneens rekening gehouden worden met de invloeden van het huidige conflict tussen Rusland en Oekraïne. Dit zou mogelijks andere conclusies kunnen opleveren. Nog een suggestie voor toekomstig onderzoek zou zijn om te focussen op het verkennen van de redenen achter financieringsbeslissingen van familiebedrijven, tijdens perioden van economische onzekerheid. Het zou interessant zijn om te onderzoeken hoe deze bedrijven de afweging maken tussen het behouden van familiecontrole en het aantrekken van externe financiering in reactie op veranderende economische omstandigheden.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	1
Samenvatting	3
1 Inleiding	7
2 Literatuurstudie	9
2.1 Inleiding	9
2.2 Wat is een familiebedrijf?.....	9
2.3 Financieringsbronnen	10
2.3.1 Interne financiering	10
2.3.2 Externe financiering.....	12
2.4 Financieringscyclus van familiebedrijven	16
2.4.1 Modigliani Miller Theory.....	17
2.4.2 Pecking-order Theory.....	17
2.4.3 Trade-Off Theory	19
2.4.4 Agency Theory	20
2.4.5 Socioemotional Wealth Perspective (SEW)	21
2.4.6 Social Identity Theory (SIT).....	21
2.4.7 Toepassing familiebedrijven.....	22
2.5 Financieringscyclus van Familiebedrijven tijdens Economische Recessies	23
2.5.1 Financiële crisis van 2007-2008	24
2.5.2 Eurozone schuldencrisis van 2010 -2014	24
2.5.3 Covid-19 Pandemie.....	25
2.6 Vorming Hypotheses	26
3 Methode	31
3.1 Empirische Methode	31
3.2 Dataverzameling.....	31
3.3 Validiteit en betrouwbaarheid	33
4 Resultaten	35
4.1 Beschrijvende analyse	35
4.2 Toetsen hypotheses	43
4.2.1 Bestuderen hypothese 1	43

4.2.2	Bestuderen hypothese 2.....	45
4.2.3	Bestuderen Hypothese 3	46
	Discussie.....	48
4.3	Bespreking resultaten en theoretische implicaties	48
4.4	Beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek	50
4.5	Antwoord centrale onderzoeksvraag	51
5	Lijst van geraadpleegde werken.....	53
6	Bijlagen	58

1 Inleiding

Een familiebedrijf is onderneming waarbij er één of meerdere families achter het aandeelhouderschap staan en de intentie hebben om de onderneming over te dragen aan volgende generaties (Hoof, 2021). Familiebedrijven zijn belangrijk binnen de economie van België. Zo zijn, rekening houdend met bovenstaande definitie, 77 procent van alle Belgische bedrijven met personeel een familiebedrijf (Hoof, 2021). Voor familiebedrijven blijft het aantrekken van voldoende en gepaste financieringsbronnen, om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren, een vitale uitdaging (Michiels, 2018).

Een andere vitale uitdaging is het overleven van de plotseling economisch onzekere omstandigheden. De recente covid-19 pandemie is hier een voorbeeld van en zorgde voor een grote economische schok met zware gevolgen voor bedrijven (Coppens et al., 2021). Zo een wereldeconomische crisis zal de uitdaging voor het vinden en aantrekken van geschikte financieringsbronnen ook alleen nog maar moeilijker maken. Zo blijkt uit cijfers van de covid-19 pandemie dat het aantal faillissementen van alle Belgische ondernemingen, waaronder dus 77 procent familiebedrijven, fors toeneemt en een stijging kent van maar liefst 42 procent (Maandelijkse faillissementen; Statbel, 2022). Het niet vinden van financiering of niet tijdig reageren op economisch onzekere omstandigheden kan dus leiden tot een faillissement. De bestaande literatuur leert ons dat familiebedrijven vaak gebruik maken van interne financiering en minder geneigd zijn om externe financiering aan te gaan (Michiels, 2018). Persoonlijk kapitaal van de oprichters staat dan ook centraal maar dat is tijdens een recessie niet altijd voldoende beschikbaar, waardoor er eventueel naar alternatieve financieringsmethodes gekeken moet worden. Het tijdig aanpassen van deze financieringsstructuur is dus van cruciaal belang aangezien een verkeerde financieringsbeslissing ernstige gevolgen kan hebben voor de overleving van een onderneming (Danso & Adomako, 2014). De belangen van familiebedrijven liggen dus vaker op lange termijn denken en zijn in het algemeen meer risico-avers (Michiels, 2018). Het rechtstreeks aanpassen naar eventuele alternatieve financieringsmethoden is vandaar nog niet vanzelfsprekend. Gelet op de schaarste aan bestaand onderzoek naar de financieringsstrategieën van familiebedrijven in tijden van crisis, hanteert deze masterproef een exploratieve benadering van de centrale onderzoeksvraag: **'Veranderen familiebedrijven hun financieringsstructuur gedurende een crisis om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren?'**

Om deze vraag te beantwoorden, moeten we eerst dieper ingaan op welke verschillende soorten financieringsbronnen er beschikbaar zijn. De financieringsbronnen worden onderverdeeld in twee verschillende categorieën: interne financiering en externe financiering (Jansen et al., 2022). Familiebedrijven zijn minder geneigd om externe financiering aan te gaan aangezien ze controle willen behouden en daarvoor liever eigen middelen gebruiken (Michiels, 2018). Het gebruik van eigen middelen, zoals opgeslagen reserves en over te dragen winsten, zorgt ervoor dat ze geen controle uit handen moeten geven. Controlebehoud en de intentie om een schoon en duurzaam bedrijf door te geven aan volgende generaties legt de prioriteit van familiebedrijven op een lange termijn horizon (Kraus et al, 2020). Gedurende een crisis is er weinig tijd voor grote bewuste beslissingen en moeten familiebedrijven verrassende veranderingen doorvoeren (Kraus et al, 2020). Hierbij hoort ook de keuze van welke financieringsbron geschikt is voor welke situatie aangezien elke financieringsbron zijn eigen bijkomende risico's en opportuniteiten heeft. In de eerste deelvraag wordt hier dieper op

ingegaan en wordt er een overzicht gegeven van deze financieringsbronnen met de bijhorende risico's en opportuniteiten voor familiebedrijven. De deelvraag is als volgt: **'Wat zijn de mogelijke financieringsbronnen en wat zijn de daarbij horende risico's en opportuniteiten?'**

Er zijn talloze financieringsbronnen beschikbaar voor familiebedrijven, waar we verder in deze masterproef dieper op zullen ingaan. De keuze van de financieringsbronnen en hoe ze worden gecombineerd is echter geen willekeurig proces (Hong, 1981). Familiebedrijven, met hun diepgewortelde waarden en tradities, hebben vaak unieke en complexe financieringsstructuren (Chrisman et al., 2005). Deze bijzondere structuren zijn mede het gevolg van het belang dat familiebedrijven hechten aan hun familiedynastie. Zowel financiële als niet-financiële overwegingen zijn hierbij van cruciaal belang (Michiels & Molly, 2017). Omdat eerder al werd benadrukt dat familiebedrijven van nature risico-avers zijn, is het duidelijk dat ze hun beslissingen niet enkel op financiële overwegingen baseren. Theorieën zoals o.a. de Pecking order (Myers, 2001) en het SEW-perspectief (Gomez Mejia et al., 2007) bieden hierin verder inzicht en komen later in dit onderzoek gedetailleerd aanbod. Voor dit onderzoek is het essentieel om de unieke financieringsstructuur van familiebedrijven te begrijpen, met name in periodes van economische stabiliteit, omdat dit als referentiepunt zal fungeren. Vandaar volgende tweede deelvraag: **'Wat kenmerkt de financieringsstructuur van familiebedrijven in periodes van economische stabiliteit?'**

Zoals eerder al is aangehaald kunnen economische onzekere omstandigheden een grote impact hebben op de economie met zware gevolgen voor bedrijven (Coppens et al., 2021). De laatste deelvraag, die de centrale onderzoeksvraag ondersteunt, gaat daardoor ook dieper in op familiebedrijven in economisch onzekere omstandigheden. In het bijzonder wordt er aandacht besteed aan economische recessies, aangezien deze doorgaans een ingrijpender effect hebben op de wereldwijde economie dan andere crises, zoals politieke of milieu-gerelateerde situaties (Moreno-Menéndez et al., 2021). Dit onderzoek zal zich toespitsen op specifieke economische recessies, namelijk de financiële crisis van 2007-2008, de Eurozone schuldencrisis van 2010 tot 2014, en hoofdzakelijk de economische gevolgen van de Covid-19 pandemie. Elk van deze crisissen heeft zijn eigen unieke uitdagingen voor familiebedrijven. Om familiebedrijven te analyseren in onzekere periodes is het belangrijk om hun socio-emotionele rijkdom in overweging te nemen (Issah et al., 2023). Voor familiebedrijven staat zowel het persoonlijk financieel vermogen als het emotioneel vermogen op het spel wanneer de prestaties van een bedrijf afnemen (Issah et al., 2023). Gebaseerd op bovenstaande informatie wordt volgende deelvraag geformuleerd: **'Wat is de impact van een economische crisis op de financieringsstructuur van familiebedrijven?'**

2 Literatuurstudie

2.1 Inleiding

Een belangrijk gedeelte van deze masterproef bestaat uit de literatuurstudie. Binnen de literatuurstudie worden heel wat belangrijke termen en theorieën onderzocht op basis van wetenschappelijke literatuur. Deze theoretische bevindingen zullen de basis leggen voor drie hypothesen die later door middel van een kwantitatief onderzoek aan een toetsing onderworpen worden. Alvorens in te gaan op de deelvragen, wordt eerst verduidelijkt wat onder een familiebedrijf wordt verstaan.

2.2 Wat is een familiebedrijf?

Een familiebedrijf, zoals gedefinieerd door Hoof (2021), is een onderneming waarbij één of meerdere families het aandeelhouderschap bezitten en de intentie hebben om de onderneming over te dragen aan volgende generaties. Dit type bedrijf is uniek in zijn structuur en werking. Volgens Miller en Le Breton-Miller (2005), zijn familiebedrijven vaak gekenmerkt door een sterke betrokkenheid van de familie bij het management, een langetermijnvisie, en een sterke focus op de continuïteit van de onderneming. Deze kenmerken kunnen invloed hebben op de strategische beslissingen van het bedrijf, inclusief de financieringsstrategieën.

In vergelijking met niet-familiebedrijven, hebben familiebedrijven vaak een andere benadering van bedrijfsbeheer en strategie. Volgens Chrisman, Chua, en Sharma (2005), zijn familiebedrijven vaak meer gericht op langetermijnstabiliteit dan op korte termijn winst. Ze hebben de neiging om conservatiever te zijn in hun bedrijfsstrategieën en nemen minder vaak risico's. Dit kan te maken hebben met het feit dat familiebedrijven niet alleen financiële, maar ook familiale en emotionele belangen moeten beheren. Deze niet-financiële doelstellingen worden door Gomez Mejia et al. (2007) omschreven als Socioemotional wealth (SEW).

Echter, deze unieke kenmerken van familiebedrijven kunnen zowel voordelen als nadelen met zich meebrengen. Aan de ene kant kunnen de sterke familiale banden en de langetermijnvisie bijdragen aan de stabiliteit en veerkracht van het bedrijf (Miller & Le Breton-Miller, 2005). Aan de andere kant kan de noodzaak om zowel familiale als zakelijke belangen te overwegen leiden tot conflicten bij het nastreven van groei en het doorvoeren van innovatieve veranderingen binnen het bedrijf (Chrisman et al., 2005). Het begrijpen van deze kenmerken en hun impact op de bedrijfsvoering is cruciaal voor het beantwoorden van onze centrale onderzoeksvraag.

In dit onderzoek ligt de focus uitsluitend op private familiebedrijven. Deze keuze is gemaakt omdat private familiebedrijven duidelijker de kenmerkende eigenschappen van familiebedrijven laten zien dan publieke familiebedrijven (Carney, Van Essen, Gedajlovic, & Heugens, 2015). Ze zijn vaak sterker verankerd in familiewaarden en tradities, wat invloed heeft op hun bedrijfsvoering en besluitvorming. Zonder de druk van externe aandeelhouders kunnen ze met meer onafhankelijkheid opereren, wat hen in staat stelt beslissingen te nemen die nauw aansluiten bij de familiewaarden (Carney, Van Essen, Gedajlovic, & Heugens, 2015). Door ons op deze groep te richten, krijgen we een helderder beeld van de unieke aspecten van familiebedrijven.

2.3 Financieringsbronnen

In dit deel van de literatuurstudie ligt de focus op de beantwoording van de eerste deelvraag: 'Welke bronnen van financiering zijn er beschikbaar en welke potentiële risico's en kansen brengen deze met zich mee?'. De financieringsbronnen kunnen worden onderverdeeld in twee hoofdcategorieën: interne financiering en externe financiering (Jansen et al., 2022). Interne financiering omvat eigen middelen, financiering door vrienden, familie en informele investeerders, en omzetfinanciering (Hisrich en Peters, 1994). Externe financiering kan verder worden onderverdeeld in risicokapitaal, business angels, crowdfunding, debiteuren financiering, achtergestelde leningen, overheidsfinanciering en bankleningen (Hisrich en Peters, 1994). Het onderzoek zal zowel algemene financieringsmethoden als regio specifieke methoden omvatten. Voor het verzamelen van informatie over regio-specifieke financieringsbronnen, zullen we vertrouwen op bronnen zoals Vlaamse bedrijfswebsites (bijvoorbeeld Voka) en Vlaamse webinars. Wat betreft meer universele financieringsmethoden, zullen we ons richten op (buitenlandse) academische artikelen. We zullen voor elke financieringsbron analyseren wat deze inhoudt, de relatie met familiebedrijven en uiteindelijk welke modaliteiten moeten worden voldaan om gebruik te kunnen maken van deze financieringsbronnen.

2.3.1 Interne financiering

1. *Eigen middelen*

Eigen middelen duiden op het persoonlijke kapitaal dat oprichters in hun onderneming inbrengen (Webinar; de ideale financieringsmix voor startups en groeiers, 2020). Dit kapitaal kan afkomstig zijn uit diverse bronnen, zoals het spaargeld van de oprichter of winsten uit vorige zakelijke ondernemingen. Deze vorm van financiering biedt ondernemers directe toegang tot fondsen zonder externe verplichtingen. Echter, het is belangrijk om te benadrukken dat, hoewel deze middelen direct beschikbaar zijn, ze ook direct blootgesteld zijn aan zakelijke risico's. De onzekerheid van de terugverdiensijd op lange termijn maakt het een potentieel risicovolle investering.

Binnen de context van familiebedrijven spelen eigen middelen een cruciale rol. Deze vorm van financiering wordt vooral gebruikt wanneer er een aanzienlijke financieringsbehoefte is, zoals voor groei of uitbreiding (Jansen et al., 2022). Familiebedrijven hebben vaak een sterke wens om onafhankelijkheid en zelfbeschikking te behouden (Chrisman et al., 2005). Het gebruik van eigen middelen stelt hen in staat om deze onafhankelijkheid te behouden zonder externe inmenging. Bovendien kan een aanzienlijke inbreng van eigen middelen het vertrouwen van externe stakeholders in het bedrijf versterken, wat hun perceptie van de stabiliteit en toewijding van het bedrijf positief kan beïnvloeden (Webinar; de ideale financieringsmix voor startups en groeiers, 2020).

Wat betreft deze financieringsbron zijn er geen specifieke voorwaarden. De oprichters hebben de vrijheid om te kiezen hoeveel ze inbrengen. Er zijn echter wel regels verbonden aan het oprichtingskapitaal van verschillende soorten bedrijfsvormen. Bijvoorbeeld, voor de oprichting van een naamloze vennootschap moet er € 61.500 worden ingebracht (Art. 7:2 Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen).

2. *Friends, family and fools*

De financieringsmethode van vrienden, familie en 'gekken', vaak aangeduid als de 3F'en, is een unieke vorm van kapitaalverwerving. Deze groep bestaat uit individuen die besluiten te investeren in een onderneming, niet noodzakelijkerwijs vanwege het verwachte rendement, maar vanwege hun persoonlijke band met de ondernemer of hun passie voor het project. Vrienden en familie zijn doorgaans mensen die een directe relatie hebben met de ondernemer, terwijl 'gekken' individuen zijn die puur door het project zelf worden aangetrokken.

Binnen familiebedrijven speelt financiering door de 3F'en, met name door familieleden, een belangrijke rol, vooral in de beginfase van het bedrijf. Reddi en Gerard (2012) benadrukken dat deze vorm van interne financiering het mogelijk maakt voor familiebedrijven om kapitaal te verkrijgen zonder controleverlies. Door te leunen op vertrouwde netwerken, zoals vrienden en familie, kunnen ondernemers financiering verkrijgen op basis van vertrouwen en gedeelde waarden. Hoewel deze financieringsmethode vooral populair is bij startende ondernemingen, blijft het een relevante financieringsbron gedurende de gehele levenscyclus van het bedrijf (Reddi, Gerard, 2012).

Het structureren van financiering via de 3F'en kan op verschillende manieren gebeuren. Volgens Reddi en Gerard (2012) kunnen ondernemers individuele afspraken maken met investeerders. Dit kan variëren van schenkingen van familieleden zonder verwachting van terugbetaling tot formele leningsovereenkomsten met afgesproken rentevoeten. Het is cruciaal voor ondernemers om duidelijke afspraken te maken en de voorwaarden van elke financieringsmethode te begrijpen, om zo mogelijke toekomstige geschillen of misverstanden te voorkomen.

3. *Omzetfinanciering*

Omzetfinanciering wordt gedefinieerd als een financieringsmethode waarbij een onderneming zichzelf financiert met behulp van intern gegenereerde middelen, voornamelijk afkomstig van de omzet (Webinar; de ideale financieringsmix voor startups en groeiers, 2020). Kenmerkend voor omzetfinanciering is dat er winstreservering plaatsvindt in plaats van het uitkeren van winsten aan aandeelhouders.

Familiebedrijven hechten veel waarde aan het behouden van controle en onafhankelijkheid (Miller & Le Breton-Miller, 2005). Omzetfinanciering biedt hun de mogelijkheid om deze controle te behouden zonder afhankelijk te zijn van externe partijen. Dit type financiering versterkt niet alleen het vertrouwen van externe stakeholders door te laten zien dat het bedrijf stabiel en toegewijd is (Webinar; de ideale financieringsmix voor startups en groeiers, 2020), maar waarborgt ook de autonomie van het bedrijf. In tegenstelling tot externe financiering, waarbij er vaak concessies gedaan moeten worden, zorgt omzetfinanciering ervoor dat er geen afbetalingsverplichtingen zijn en dat de volledige zeggenschap binnen het bedrijf blijft (Nassr en Wehinger, 2016).

Omzetfinanciering is alleen haalbaar als het bedrijf actief en winstgevend is. Zonder winst is het onmogelijk om middelen te genereren en te herinvesteren. Wat betreft de voorwaarden voor omzetfinanciering, er zijn geen specifieke vereisten. Het belangrijkste is dat het bedrijf in staat is zichzelf te financieren met intern gegenereerde middelen, waarbij de beslissingsbevoegdheid volledig bij de aandeelhouders ligt.

2.3.2 Externe financiering

1. *Risicokapitaal*

Risicokapitaal, vaak gezien als een cruciale financieringsbron voor bedrijven, wordt verstrekt via een tijdelijke aandelenparticipatie, een achtergestelde lening of intekeningen op een obligatielening (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2021). Het is een vorm van financiering die bedrijven in staat stelt om aanzienlijke groei en uitbreiding te realiseren zonder volledig te vertrouwen op traditionele leningen of andere financieringsmethoden. In de literatuur wordt risicokapitaal uitgebreid besproken en onderverdeeld in verschillende categorieën, afhankelijk van wie de kapitaalverschaffers zijn. Publieke risicokapitaalfondsen, opgericht op initiatief van de overheid, hebben als doel het ondersteunen en stimuleren van bedrijven, vooral in hun vroege stadia. Daarentegen zijn private risicokapitaalfondsen gericht op het genereren van winst door te investeren in het kapitaal van niet-beursgenoteerde vennootschappen, met het oog op het realiseren van een meerwaarde bij de exit van de vennootschap (Sun et al., 2021).

Binnen familiebedrijven kan de introductie van risicokapitaal zowel voordelen als uitdagingen met zich meebrengen. Hoewel het kapitaal kan zorgen voor de nodige financiering voor groei en uitbreiding, kan het ook leiden tot controleverlies (Sun et al., 2021). Dit controleverlies kan de familiedynastie in gevaar brengen, aangezien externe investeerders inspraak kunnen krijgen in de bedrijfsvoering en besluitvorming (Miller & Le Breton-Miller, 2005). Dit kan spanningen veroorzaken, vooral als de visie van de investeerders botst met de traditionele waarden en doelstellingen van het familiebedrijf (Michiels & Molly, 2017). Bovendien kan het streven naar winstmaximalisatie door externe investeerders in strijd zijn met de langetermijndoelstellingen van het familiebedrijf, wat kan leiden tot een verschuiving in bedrijfswaarden en -cultuur. Het is daarom essentieel voor familiebedrijven om zorgvuldig te overwegen hoe en wanneer ze risicokapitaal introduceren, om de integriteit en continuïteit van de familiedynastie te waarborgen.

De modaliteiten van risicokapitaal zijn contractueel vastgelegd. Beide partijen, het bedrijf en de externe partij, moeten een overeenkomst vinden (Sun et al., 2021). Voorbeelden van externe risicokapitaalverschaffers in Vlaanderen zijn PMV Fondsinvesteringen, Belgian Growth Fund en Limburg Startup.

2. *Business Angels*

Een standaard definitie voor het begrip *business angels* (BA) is niet vanzelfsprekend (Argerich & Cruz-Cázares, 2017). Toch tonen verschillende studies over het begrip gemeenschappelijke karakteristieken. Zo zijn *business angel* vaak particuliere individuen, meestal met ondernemend verleden, die een deel van zijn of haar persoonlijke vermogen investeert in ondernemingen (Agentschap Innoveren & Ondernemen, 2023). Ze verschillen van de groepen 'friends, family and fools' omdat er geen directe persoonlijke band is tussen de business angel en de onderneming. In ruil voor hun investering verwachten ze meestal een vorm van aandelen, wat hen in staat stelt een actieve positie binnen de onderneming aan te nemen (Argerich & Cruz-Cázares, 2017). Het is niet ongebruikelijk dat business angels een adviserende rol op zich nemen of deel uitmaken van de raad van bestuur van de onderneming (Wiltbank et al., 2007).

De betrokkenheid van een BA bij familiebedrijven kan zowel positieve aspecten als uitdagingen met zich meebrengen. Een voordeel is dat BA's vaak waardevolle ervaring en expertise inbrengen die het familiebedrijf kan helpen groeien en zich aanpassen aan veranderende marktomstandigheden. Echter, aangezien BA's in ruil voor hun investering aandelen in het bedrijf verwerven, kan dit leiden tot een verlies van controle voor de familie. Dit kan met name gevoelig liggen als de familie streeft naar het behoud van haar dynastie en controle over het bedrijf. Het is belangrijk op te merken dat BA's voornamelijk investeren in de beginfasen van een onderneming. Voor dit onderzoek voegen we hier een kritische noot aan toe, gezien de focus ligt op meer gevestigde familiebedrijven.

Om financiering van een business angel te verkrijgen, moet een onderneming overtuigend zijn in haar groeipotentieel en visie (Novicap, 2020). De onderneming moet een solide businessplan voorleggen en openstaan voor externe inbreng. De relatie met een BA gaat vaak verder dan alleen financiering; het kan ook gaan om mentoring en strategische begeleiding (Novicap, 2020).

3. *Crowdfunding*

Crowdfunding is een financieringsmethode waarbij beroep wordt gedaan op het publiek om een project of onderneming te financieren (Moritz & Block, 2016). Dit proces vindt doorgaans plaats via een online platform, waarbij een duidelijk financieel doel wordt vastgesteld. Individuen kunnen bijdragen aan dit doel en in ruil daarvoor ontvangen ze vaak een vorm van beloning (Novicap, 2020). Er zijn verschillende vormen van crowdfunding, waaronder niet-financiële vormen zoals donaties of beloningen en financiële vormen zoals investment-based en crowdlending (Moritz & Block, 2016).

Familiebedrijven kunnen crowdfunding gebruiken als een alternatieve financieringsmethode, vooral wanneer traditionele financieringsbronnen zoals bankleningen niet beschikbaar of onaantrekkelijk zijn (Motylska-Kuźma, 2020). Crowdfunding kan familiebedrijven ook helpen om hun klantenbasis uit te breiden, feedback te krijgen over nieuwe producten of diensten, en hun merk in de markt te versterken (Motylska-Kuźma, 2020). Bovendien kan het dienen als een vorm van marktonderzoek, waarbij de interesse in een nieuw product of dienst wordt getest voordat het op grote schaal wordt gelanceerd. Echter, er zijn uitdagingen verbonden aan crowdfunding voor familiebedrijven. Het kan zijn dat ze hun bedrijfsgeheimen moeten delen of dat ze onder druk komen te staan van de crowd (Motylska-Kuźma, 2020). Het is daarom essentieel om goed voorbereid te zijn en duidelijke afspraken te maken.

Om gebruik te maken van crowdfunding, moeten familiebedrijven duidelijk communiceren wat hun doel is, hoeveel geld ze nodig hebben en wat de tegenprestaties zijn voor de investeerders (Moritz & Block, 2016). Het is essentieel om transparant en eerlijk te zijn over de risico's en potentiële rendementen. Bovendien moeten bedrijven kiezen voor een geschikt crowdfundingplatform dat past bij hun behoeften en doelgroep. Er zijn regels en voorschriften waaraan moet worden voldaan, afhankelijk van het type crowdfunding en het land waarin het wordt uitgevoerd. Bij financiële crowdfunding, bijvoorbeeld, kunnen er vereisten zijn zoals het publiceren van financiële documentatie die vooraf is goedgekeurd door financiële toezichthouders (Invloed Van De Levenscyclus Op De Financieringsmogelijkheden; VLAIO, 2023). Het is ook belangrijk om rekening te houden met de kosten die gepaard gaan met het opzetten en beheren van een

crowdfundingcampagne, evenals eventuele commissies die door het platform worden geheven (Invloed Van De Levenscyclus Op De Financieringsmogelijkheden; VLAIO, 2023).

4. Debiteuren financiering

Debiteurenfinanciering, beter bekend als factoring, is een financiële strategie waarbij ondernemingen hun uitstaande facturen verkopen aan een derde partij, de zogenaamde factor. Deze aanpak wordt vaak ingezet wanneer bedrijven goederen of diensten leveren op kredietbasis en geconfronteerd worden met vertraagde betalingen, vooral van grote klanten (Soufani, 2002). Door deze facturen te verkopen, kunnen bedrijven onmiddellijk liquide middelen genereren, wat hen helpt hun cashflow te stabiliseren en hun werkkapitaal te optimaliseren (Tian et al., 2020).

Familiebedrijven, die vaak gekenmerkt worden door hun langetermijnvisie en hechte klantrelaties, kunnen profiteren van debiteurenfinanciering om hun liquiditeit te verbeteren zonder hun bedrijfsvoering te verstoren. Het directe voordeel is de snelle toegang tot contanten, wat hen in staat stelt te investeren, te groeien of financiële uitdagingen het hoofd te bieden. Bovendien stelt het uitbesteden van debiteurenbeheer aan een factor bedrijven in staat zich te focussen op hun primaire bedrijfsactiviteiten (Tian et al., 2020). Echter, er zijn ook potentiële nadelen. De kosten van factoring kunnen hoger uitvallen dan andere financieringsmethoden. Bovendien kan het verkopen van facturen aan een externe partij soms worden gezien als een teken van financiële instabiliteit, wat de relatie met klanten en leveranciers kan beïnvloeden (Tian et al., 2020).

De specifieke modaliteiten van een factoringovereenkomst worden contractueel vastgelegd. Er zijn verschillende vormen van factoring, zoals traditionele factoring, waarbij de gehele debiteurenportefeuille wordt overgedragen aan de factor (Tian et al., 2020). Bij American factoring kiest de onderneming welke facturen zij wil verkopen, en bij reverse factoring neemt de afnemer het initiatief en kiest welke facturen van zijn leveranciers hij wil laten financieren door de factor (Tian et al., 2020). Elk van deze vormen heeft zijn eigen kenmerken en voorwaarden, en het is essentieel dat bedrijven deze zorgvuldig overwegen voordat ze een overeenkomst aangaan.

5. Achtergestelde leningen

Een achtergestelde lening is een specifieke vorm van financiering waarbij de terugbetaling van de lening pas plaatsvindt nadat andere schuldeisers zijn betaald (Troost, 1984). Dit betekent dat in het geval van een faillissement, de schuldeisers van een achtergestelde lening als laatste hun geld terugkrijgen. Het risico van deze lening ligt voornamelijk bij de investeerders en niet bij de onderneming, wat het een risicovollere investering maakt voor de investeerder (Troost, 1984). Desondanks biedt het bedrijven de mogelijkheid om bedrijfskapitaal te financieren, wat cruciaal is voor de uitbouw van activiteiten.

Voor familiebedrijven is een achtergestelde lening een aantrekkelijke financieringsoptie. Door het achtergestelde karakter van de lening wordt deze gezien als quasi eigen vermogen, wat de solvabiliteit van de onderneming versterkt (PMV-Bedrijfsleningen; VLAIO, 2023). Dit is vooral voordelig voor familiebedrijven die hun solvabiliteitsratio willen verbeteren zonder hun zeggenschap te verliezen. Bovendien behouden ze met deze leningsvorm volledige controle over hun bedrijf, aangezien ze geen aandelen hoeven uit te geven of andere vormen van zeggenschap hoeven af te

staan. Het feit dat het risico bij de investeerders ligt en niet bij de onderneming, maakt het voor familiebedrijven een minder risicovolle optie in vergelijking met andere financieringsvormen.

De voorwaarden voor het verkrijgen van een achtergestelde lening zijn doorgaans strikt en worden contractueel vastgelegd. Voorbeelden hiervan zijn de voorwaarden voor een PMV-bedrijfslening: er moet een trackrecord zijn van positieve cashflows, een minimum leenbedrag van € 700.000, een looptijd van gemiddeld 7 tot maximaal 10 jaar, en een gedetailleerd businessplan dat aantoont dat de onderneming in staat is om huidige en toekomstige schulden terug te betalen (PMV-Bedrijfsleningen; VLAIO, 2023).

6. *Overheidsfinanciering*

Overheidsfinanciering is een breed begrip dat verder gaat dan alleen subsidies. De overheid heeft diverse steunmaatregelen ontwikkeld om het bedrijfsleven te stimuleren en te ondersteunen. Deze maatregelen variëren van fiscale voordelen tot directe investeringen in bedrijven. De meest prominente vormen van overheidsfinanciering zijn subsidies en fiscale voordelen (Harbour, 2023). Het is een manier voor de overheid om ondernemingen te belonen die bijdragen aan bepaalde maatschappelijke, economische of ecologische doelstellingen.

Voor familiebedrijven kan overheidsfinanciering een aantrekkelijke optie zijn. De voordelen van subsidies zijn veelvuldig: ze kunnen worden gezien als 'kosteloze financiering', er is een breed scala aan opties voor het verkrijgen ervan, en ze kunnen fungeren als een stimulans voor het aantrekken van andere financieringsvormen (Harbour, 2023). Echter, er zijn ook nadelen verbonden aan overheidsfinanciering. Het aanvraagproces kan belastend zijn, met veel administratief werk, controles en lange wachttijden voordat de financiering daadwerkelijk wordt ontvangen (Harbour, 2023). Desondanks kan de potentiële financiële boost die overheidsfinanciering biedt, de moeite waard zijn voor familiebedrijven die voldoen aan de criteria.

De overheid stelt specifieke criteria vast waaraan bedrijven moeten voldoen om in aanmerking te komen voor financiering. Er zijn verschillende soorten subsidies beschikbaar, zoals investeringssubsidies, exploitatiesubsidies en subsidies voor onderzoek- en ontwikkelingskosten (Overheidssubsidies; CNC CBN, 2023). Elk van deze subsidies heeft zijn eigen set van voorwaarden en vereisten. Het is essentieel voor ondernemingen om deze criteria zorgvuldig te bestuderen en te begrijpen voordat ze een aanvraag indienen. Het niet naleven van de voorwaarden kan leiden tot het terugvorderen van de subsidie of andere sancties.

7. *Bankleningen*

Bankleningen, met name langetermijnfinancieringen, worden vaak gebruikt voor het financieren van vaste activa (Ullah & Wei, 2017). Deze leningen zijn een traditionele vorm van financiering waarbij bedrijven geld lenen van banken en dit over een afgesproken periode terugbetalen, meestal met rente. De rentetarieven kunnen echter sterk variëren door de jaren heen. Hoewel bankleningen toegankelijk zijn, hebben banken strikte voorwaarden om hun risico's te beperken. Dit omvat het vereisen van voldoende eigen inbreng, waarborgen en het presenteren van historische financiële cijfers om de kredietwaardigheid van het bedrijf te beoordelen (Hoeveel Kan Ik Lenen En Moet Ik Zelf Startkapitaal Hebben?, 2023).

Familiebedrijven hebben een unieke relatie met bankfinanciering. Ze zijn niet per se terughoudend om bankfinanciering aan te gaan, maar ze zijn wel voorzichtiger als het gaat om externe financiering in het algemeen (Michiels, 2018). Veel familiebedrijven geven de voorkeur aan controlebehoud en gebruiken liever eigen middelen, zelfs als dit de groei van het bedrijf kan beperken (Michiels, 2018). Wanneer ze toch kiezen voor externe financiering, is een banklening vaak de voorkeursoptie omdat dit hen in staat stelt de controle over het bedrijf te behouden, in tegenstelling tot het aantrekken van externe aandeelhouders (Michiels, 2018). Voor banken zijn familiebedrijven aantrekkelijke klanten vanwege hun langetermijnvisie en de stabiliteit die ze vaak bieden.

De mogelijkheid om een banklening te verkrijgen hangt af van verschillende factoren. De terugbetalingscapaciteit van een bedrijf is het belangrijkste criterium voor de beoordeling van een kredietaanvraag. Banken kijken naar de financiële gezondheid van een bedrijf, de cashflow en de winstgevendheid om te bepalen of het bedrijf in staat zal zijn de lening terug te betalen. Over het algemeen streven banken naar een eigen inbreng van minimaal 15% bij uitbreidingsinvesteringen, maar ze zullen altijd rekening houden met de specifieke situatie van het bedrijf (Hoeveel Kan Ik Lenen En Moet Ik Zelf Startkapitaal Hebben?, 2023).

2.4 Financieringscyclus van familiebedrijven

Elk bedrijf, of het nu gaat om een familiebedrijf of een niet-familiebedrijf, heeft een reeks financieringsopties tot haar beschikking. Deze zijn besproken in het vorig hoofdstuk en omvatten interne financiering, zoals herinvesteren van winst en familiekapitaal; schuldfinanciering, zoals bankleningen; en externe financiering, zoals het aantrekken van investeerders. Echter, het gebruik van deze bronnen is niet noodzakelijkerwijs een kwestie van óf-óf (Ou & Haynes, 2006). In werkelijkheid kiezen veel familiebedrijven ervoor om een combinatie van deze bronnen te gebruiken om hun activiteiten te financieren.

De keuze van de financieringsbronnen en hoe ze worden gecombineerd is geen willekeurig proces (Hong, 1981). Deze keuze wordt beïnvloed door diverse factoren, waaronder de financiële stabiliteit van de onderneming, de bereidheid van de familie om financieel bij te dragen, en de beschikbaarheid van externe financieringsmogelijkheden, die weer gekoppeld zijn aan het risicoprofiel van het bedrijf (González et al., 2013). Deze factoren kunnen het verschil maken tussen een financieringsmix die het bedrijf in staat stelt om te groeien en ontwikkelen, of één die het bedrijf beperkt en belemmert.

Binnen dit onderdeel zullen we zes centrale theorieën betreffende kapitaalstructuur onderzoeken. Vier van deze theorieën, namelijk de Modigliani-Miller theorie (Modigliani & Miller, 1963), Trade-off theorie (Kraus & Litzenberger, 1973), Pecking Order theorie (Myers, 2001) en Agency theorie (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) zijn primair gericht op de financiële aspecten van kapitaalstructuur waarbij ieder een uniek aspect van financieel management en kapitaalallocatie belicht. De theorieën zijn van toepassing voor diverse soorten bedrijven en bieden bovendien inzichten in hoe familiebedrijven hun financiële beslissingen nemen, vooral met oog op het behoud en de groei van hun financiële middelen. Aan de andere kant leggen de Socioemotional Wealth (SEW) perspectief (Gomez Mejia et al., 2007) en Social Identity Theory (Tajfel & Turner, 1985) de nadruk op de niet-financiële factoren die de kapitaalstructuurkeuzes van een familiebedrijf kunnen beïnvloeden, waaronder identiteit en het voortzetten van familiedynastie (Hauck et al., 2016).

2.4.1 Modigliani Miller Theory

De eerste theorie is de Modigliani-Miller theory, vaak erkend als het fundament voor moderne theorieën over kapitaalstructuur zoals de pecking order theorie en de trade-off theorie, houdt in dat de manier waarop een bedrijf zijn financiën beheert geen effect heeft op zijn marktwaarde mits er aan een bepaalde reeks voorwaarden wordt voldaan (Abeywardhana, 2017).

Deze theorie, ontwikkeld door de economen Franco Modigliani en Merton Miller, specificeert een aantal specifieke condities waarbinnen hun hypothese geldig is. Deze zijn onder andere de afwezigheid van belastingen, het niet bestaan van informatieasymmetrie, het ontbreken van faillissementskosten, de afwezigheid van agency kosten en het veronderstellen van een efficiënte markt (Abeywardhana, 2017). Als deze condities aanwezig zijn, stelt de theorie dat er geen 'ideale' ratio is tussen schuld en eigen vermogen en dat de samenstelling van de kapitaalstructuur niet bepalend is voor de aandeelhouderswaarde (Abeywardhana, 2017).

Het is belangrijk om te benadrukken dat de Modigliani-Miller theorie, hoewel het in eerste instantie lijkt te conflicteren met de hedendaagse zakelijke realiteit waar belastingen en faillissementskosten een rol spelen, nog steeds een waardevol kader biedt voor het begrijpen van de basisdynamiek van kapitaalstructuur en hoe deze in een 'ideale' wereld zou samenwerken met bedrijfswaardering. Daarom, ondanks de strenge voorwaarden, blijft de Modigliani-Miller theorie een essentieel onderdeel van academische en praktische discussies over kapitaalstructuur. Deze theorie is goed onderbouwd en onderzoek bevestigt het bestaan van de Modigliani-Miller theory (Charness & Neugebauer, 2018). Echter, deze theorie is niet zonder gebreken (Dempsey, 2014). Er zijn enkele belangrijke kanttekeningen. Het is onrealistisch om te veronderstellen dat een perfecte kapitaalmarkt bestaat. In de werkelijkheid zijn er belastingen, faillissementskosten en transactiekosten (Dempsey, 2014). Daarnaast is het ook onrealistisch om te veronderstellen dat er geen informatieasymmetrie is en dat investeerders en bedrijven tegen dezelfde rentevoet kunnen lenen. Met andere woorden: de aannames van de theorie zijn niet realistisch (Stiglitz, 1969).

In een latere studie hebben Modigliani en Miller (1963) rekening gehouden met het effect van belastingen op de kapitaalstructuur (Abeywardhana, 2017). In dit scenario zou de bedrijfswaarde stijgen als het bedrijf meer leningen aangaat door de belastingvoordelen van schuldfinanciering. Rente op vreemd vermogen is een aftrekbare kostenpost, wat leidt tot een verlaging van het belastbaar inkomen en dus een verlaging van de netto bedrijfsbelasting (Abeywardhana, 2017). Dit zou een extra voordeel bieden voor het gebruik van schuldfinanciering. Echter, zelfs dit model houdt nog steeds rekening met enkele onrealistische aannames. Daarom is een volledige financiering via schulden niet optimaal en zullen toekomstige theorieën rekening moeten houden met meer variabelen om de modellen realistischer te maken.

2.4.2 Pecking-order Theory

De Pecking-Order theorie, die als tweede wordt besproken, presenteert een hiërarchie van financieringsbronnen gebaseerd op risico's en kosten. Volgens deze theorie zouden bedrijven bepaalde financieringsbronnen alleen moeten gebruiken als betere bronnen niet beschikbaar zijn (Rommens, 2004). De hiërarchie illustreert dat de kosten en risico's verbonden aan financiering

direct gerelateerd zijn aan de mate van asymmetrische informatie tussen alle betrokken partijen. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen drie financieringsmogelijkheden: interne financiering, externe financiering via schulden en externe financiering via eigen vermogen of aandelen (Abeywardhana, 2017).

Interne financiering, via omzet of eigen vermogen, is het minst kostbaar en het minst risicovol. Dankzij de afwezigheid van asymmetrische informatie, waarbij de ene partij meer of betere informatie heeft dan de andere, is dit de meest gunstige financieringsvorm. Interne financiering is goedkoper omdat er minder of geen administratie-, uitgiftekosten en onderwaardering door externe partijen zijn (Rommens, 2004). Bestaande aandeelhouders willen hun zeggenschap en rendement op investeringen maximaliseren, waardoor ze sceptisch staan tegenover externe financiering die bij uitgifte ondergewaardeerd wordt (Rommens, 2004).

De grootste kosten van externe financiering zijn de rente en onderwaardering door investeerders. Externe partijen hebben niet alle informatie over het risico en rendement van nieuwe investeringen, waardoor ze bedrijven gaan onderwaarderen om zichzelf te beschermen (Rommens, 2004). Interne financiering is vaak beperkt, waardoor bedrijven beter kunnen overstappen naar het uitgeven van schulden. Hier zijn kosten aan verbonden, namelijk de rente die je moet betalen en onderwaardering, omdat de schuldeisers risico's en asymmetrische informatie ondervinden. De rente op schulden is fiscaal aftrekbaar, wat schulden een belastingvoordeel geeft. Bovendien is het uitgeven van schulden, in tegenstelling tot het uitgeven van nieuwe aandelen, een positief signaal naar de markt toe. Het toont aan dat het bedrijf zelfverzekerd en ambitieus is over de toekomst. Dit positieve signaal zorgt voor minder asymmetrische informatie in vergelijking met nieuwe aandelen. Myers en Majluf (1984) verwoorden de voorkeur van schulden boven aandelen als: "Geef risicoloze effecten uit voor je risicovolle effecten uitgeeft". Een hogere schuldgraad gaat gepaard met een lagere liquiditeit en rentabiliteit, maar heeft een positief verband met de groei via het hefboomeffect (Sahin, 2014).

Als laatste financieringsbron, eerder gezegd reddingsbron, kunnen bedrijven zichzelf financieren via het uitgeven van (nieuwe) aandelen. Hier is het risico en asymmetrische informatie het grootst voor de nieuwe investeerders, waardoor ze hogere kosten gaan aanrekenen aan de onderneming om de aandelen te kopen. Deze hogere kosten vertalen zich in een onderwaardering van de onderneming. Als nieuwe investeerders een bedrijf te hard onderwaarderen, zullen de bestaande aandelen enorm verwateren. Hierdoor is het uitgeven van nieuwe aandelen vaak een negatief signaal voor investeerders dat het bedrijf overgewaardeerd is, met als gevolg dat hun huidige aandelen sterk kunnen dalen (Masulis en Korwar, 1986). Als de onderwaardering bij uitgifte van schulden of nieuwe aandelen te groot is treedt er een extra indirecte kost voor de onderneming op. Dit is de kost om een winstgevende investering niet uit te voeren (Rommens, 2004).

De Pecking-Order theorie geeft niet direct een ideale financieringsmix of schuldgraad weer, maar wel een hiërarchie die de financiering zou moeten optimaliseren. De theorie baseert zich op de kosten en risico's die ontstaan door asymmetrische informatie zowel voor ondernemingen zelf als voor externe investeerders. Bedrijven geven de voorkeur aan het gebruik van de veiligste financieringsbronnen voordat ze overgaan op duurdere en risicovollere alternatieven (Rommels, 2004). Deze theorie heeft niet de insteek om waarde te maximaliseren, maar om de voordelen te

bekijken van de verschillende financieringsbronnen. De voorkeur zal dan gaan naar de bron met het grootste voordeel.

2.4.3 Trade-Off Theory

De Static Trade-Off theorie, voorgesteld door Kraus en Litzenberger (1973), is de derde theorie die relevant is voor dit onderzoek. Deze theorie biedt inzicht in het bepalen van de ideale schuldgraad. Net als bij alles, zijn er voor- en nadelen verbonden aan het financieren met schulden. In essentie leiden schulden tot belastingvoordelen en faillissementskosten. De ideale schuldgraad wordt bereikt zolang de opbrengsten van schulden hoger zijn dan de faillissementskosten. Als de faillissementskosten overheersen, moet het bedrijf overgaan op financiering via aandelen om de schuldgraad te verlagen.

Het belangrijkste voordeel van schulden is de belastingaftrek die rente op schulden met zich meebrengt. Dit is een belastingvoordeel omdat rente fiscaal aftrekbaar is. Het financieren via schulden kan, indien optimaal uitgevoerd, inkomsten genereren voor het bedrijf. Dit is alleen mogelijk als de opbrengsten van schuldfinanciering hoger zijn dan de faillissementskosten die aan de schulden zijn verbonden, hierop komen we later terug (Sahin, 2014). Hoe hoger de belastingen in een bepaald land of regio, hoe meer bedrijven willen financieren via schulden (Shyam-Sunder & Myers, 1999). Als er geen faillissementskosten zouden zijn, wat onrealistisch is, zou volledige financiering via schulden optimaal zijn. Dan kan het bedrijf de belastingvoordelen van rente maximaliseren (Modigliani en Miller, 1963).

Schuldfinanciering brengt echter ook risico's en kosten met zich mee voor het bedrijf, voornamelijk wanneer ze hun terugbetalingsverplichtingen niet meer kunnen nakomen. Een te hoge schuldgraad, gecombineerd met te lage inkomsten, kan leiden tot financiële problemen die de faillissementskosten doen stijgen (Sahin, 2014). Deze faillissementskosten bestaan uit de vergoedingen die verschuldigd zijn aan schuldeisers en investeerders, en andere kosten die verband houden met reorganisatie en faillissement. Als een bedrijf in financiële problemen komt, stijgt het risico voor schuldeisers en investeerders, waardoor zij een hogere vergoeding gaan eisen voor hun middelen. Er zijn verschillende variabelen die een effect hebben op de vergoedingen aan schuldeisers en daarmee op de faillissementskosten. De belangrijkste variabelen zijn de risico's en rendabiliteit van het bedrijf en de hoeveelheid materiële activa die het bedrijf heeft. Bedrijven met een laag risico, hoge rendabiliteit en veel materiële activa zullen te maken hebben met lage faillissementskosten (Sahin, 2014). Investeerders hebben zekerheid dat de bedrijven aan hun terugbetalingsvoorwaarden kunnen voldoen. Deze bedrijven kunnen het beste zoveel mogelijk gebruik maken van schuldfinanciering.

Als conclusie van de static trade-off theorie, eindigen we met de beschrijving die Myers in 1984 aan de theorie gaf: "De optimale schuldgraad van een bedrijf wordt bepaald door de kosten en opbrengsten van nieuwe schuldfinanciering tegen elkaar af te wegen. Het bedrijf moet de waarde van de belastingvoordelen van rente op schulden afwegen tegen de kosten van financiële problemen of faillissementskosten." Een bedrijf kan zijn financieringsmix optimaliseren door de financiering tussen schulden en aandelen zo op elkaar af te stemmen dat er een positief verschil is tussen de belastingvoordelen en faillissementskosten (Rommels, 2004).

2.4.4 Agency Theory

De agency theorie is een concept binnen de economie en bedrijfskunde dat de relatie tussen de eigenaren (principals) en de managers (agents) van een bedrijf beschrijft (Jensen & Meckling, 1976; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Deze theorie, die essentieel is voor het begrijpen van de dynamiek en besluitvorming binnen organisaties, benadrukt het verschil tussen de belangen van de 'principals' en de 'agents'. Hierbij wordt aangenomen dat een agent vaak egoïstisch handelt en zijn eigen belangen nastreeft, wat kan leiden tot vertrouwensproblemen, conflicten en inefficiënties (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998).

Binnen de context van familiebedrijven wordt de agency theorie frequent gebruikt om de unieke dynamiek van deze ondernemingen te verklaren (Michiels & Molly, 2017). Familiebedrijven vertonen vaak een sterke overlap tussen eigendom en controle, wat zowel positieve als negatieve effecten kan hebben (Michiels & Molly, 2017). Aan de ene kant kan deze overlap resulteren in een sterke afstemming van belangen tussen de principals en agents, wat kan leiden tot efficiëntere besluitvorming en betere prestaties. Aan de andere kant kan deze overlap ook problemen veroorzaken zoals nepotisme, inefficiëntie en een gebrek aan externe input en controle (Michiels & Molly, 2017).

De agency theorie kan worden toegepast op de pecking order binnen bedrijven (Jansen et al., 2022). Wanneer een bedrijf alleen wordt gefinancierd met interne fondsen, zijn de agency kosten minimaal omdat er minder kans is op conflicten tussen de principals en de agents (Frank & Goyal, 2003). Echter, wanneer externe financiering nodig is, kunnen agency kosten optreden (Frank & Goyal, 2003). Dit komt omdat externe investeerders mogelijk andere belangen en doelen hebben dan de principals, wat kan leiden tot conflicten en dus tot agency kosten (Jansen et al., 2022).

In familiebedrijven kan de toepassing van de agency theorie op de pecking order enigszins anders zijn. In veel familiebedrijven is er geen duidelijke scheiding tussen eigenaarschap en controle, omdat de familie zowel de eigenaar als de manager van het bedrijf is (Jansen et al., 2022). Dit kan de agency kosten verminderen, omdat er minder kans is op conflicten tussen de 'principals' en de 'agents'. Verder kan dit ook invloed hebben op de pecking order binnen het bedrijf, omdat de voorkeur voor bepaalde soorten financiering kan worden beïnvloed door de verminderde agency kosten.

Daarentegen kent de agency theorie ook zijn beperkingen bij het verklaren van de dynamiek in familiebedrijven (Michiels & Molly, 2017). Een belangrijke beperking is dat de theorie voornamelijk is gebaseerd op het principe van welvaartsmaximalisatie, en ervan uitgaat dat financiële motieven de belangrijkste drijfveer zijn voor besluitvorming. In familiebedrijven kunnen echter ook niet-economische overwegingen, zoals het behoud van familiecontrole en -identiteit, een belangrijke rol spelen bij de besluitvorming (Michiels & Molly, 2017). Dit kan leiden tot gedrag dat afwijkt van wat traditioneel wordt voorspeld door de agency theorie.

Concreet biedt de agency theorie een essentieel theoretisch raamwerk dat inzicht geeft in de besluitvormingsprocessen van familiebedrijven, met een specifieke focus op hun financieringskeuzes (Jansen et al., 2022). Familiebedrijven kennen vaak lagere agency kosten in stabiele tijden, deels

dankzij hun voorkeur voor interne financiering, wat typerend is voor hun bedrijfsvoering (Frank & Goyal, 2003). Tijdens perioden van economische onzekerheid kunnen echter de voordelen van externe financiering aanzienlijk toenemen vanwege deze lage initiële agency kosten. Dit kan, in lijn met de pecking order theorie, leiden tot een verschuiving in de financieringskeuzes van familiebedrijven, waarbij ze geneigd zijn om te kiezen voor financieringsopties die de meeste voordelen bieden (Rommens, 2004).

2.4.5 Socioemotional Wealth Perspective (SEW)

De Socioemotional Wealth (SEW) Perspective biedt een diepgaand inzicht in de unieke dynamiek van familiebedrijven. Dit perspectief verschilt van traditionele economische theorieën, die zich voornamelijk richten op financiële rijkdom en winstmaximalisatie (Gomez Mejia et al., 2007). In plaats daarvan benadrukt het SEW-perspectief de niet-financiële aspecten van rijkdom die van cruciaal belang zijn voor familiebedrijven (Gomez Mejia et al., 2007), en die dus ook de financieringskeuzes van familiebedrijven kunnen beïnvloeden..

Het SEW-perspectief neemt factoren in overweging zoals de familie-identiteit, de uitoefening van familie-invloed, en het voortzetten van de familiedynastie (Jansen et al., 2022). Deze factoren, die voldoen aan de emotionele behoeften van de familie, worden gezien als een integraal onderdeel van de totale rijkdom van het familiebedrijf. Het SEW-perspectief erkent dat familiebedrijven niet alleen economische doelen nastreven waarbij het verlies van controle, het risico op faillissement, en de potentieel negatieve socio-emotionele effecten zoals familieconflicten en stress, als belangrijke overwegingen naar voren komen (Hasenzagl et al., 2018).

Het SEW-perspectief speelt een cruciale rol in de financiële besluitvorming binnen familiebedrijven, met name in de keuze tussen interne en externe financiering. Familiebedrijven kunnen bijvoorbeeld terughoudend zijn om externe financiering aan te trekken, zoals het uitgeven van aandelen aan externe investeerders, omdat dit kan leiden tot een verlies van controle, wat in strijd is met hun SEW-doelen (Hauck et al., 2016). Aan de andere kant kunnen ze ervoor kiezen om meer interne financiering te gebruiken, zoals het herinvesteren van winsten, omdat dit hen in staat stelt om de controle te behouden en hun SEW-doelen te bereiken (Hauck et al., 2016). Ook kunnen ze eerder terughoudend zijn om schulden aan te gaan. Bijvoorbeeld als de verwachte SEW-kosten van het aangaan van schulden te groot worden geacht, kunnen ze ervoor kiezen om dit te vermijden, zelfs als dit betekent dat ze financiële kansen missen.

Daarnaast kan het SEW-perspectief ook helpen om de strategische beslissingen van familiebedrijven te begrijpen. Familiebedrijven kunnen bijvoorbeeld besluiten om te investeren in projecten of activiteiten die hun familie-identiteit versterken, zelfs als deze projecten of activiteiten niet de hoogste financiële rendementen bieden (Jansen et al., 2022). Dit kan worden gezien als een weerspiegeling van hun SEW-doelen, die verder gaan dan puur economische belangen.

2.4.6 Social Identity Theory (SIT)

De Sociale Identiteitstheorie (SIT) gaat uitvoerig in op de manier waarop individuen zich verhouden tot diverse sociale groepen of categorieën. Deze theorie stelt dat mensen zichzelf definiëren binnen bepaalde sociale kaders, wat leidt tot een gevoel van verbondenheid en trouw aan die entiteit. Deze

zelfdefinitie is niet enkel gebaseerd op individuele neigingen, maar ook op de percepties van medeleden binnen die groep (Tajfel & Turner, 1985). Specifiek in familiebedrijven kan dit betekenen dat familieleden een sterke verbondenheid ervaren met het bedrijf en zijn werknemers, wat resulteert in een diepgaand gevoel van verantwoordelijkheid en toewijding (Block, 2010).

Wanneer we de Sociale Identiteitstheorie (SIT) toepassen op de financiële beslissingen van familiebedrijven, wordt het duidelijk dat deze gevoelens van identificatie van groot belang zijn (Zellweger & Astrachan, 2008). Familiebedrijven met een diepe band en relatie met hun werknemers kunnen aarzelen om personeel te verminderen, vooral in financieel moeilijke tijden. Dit komt omdat het reduceren van personeel kan worden beschouwd als een inbreuk op de bedrijfswaarden, wat het bedrijfsimago en de sociale identiteit kan aantasten (Block, 2010).

Uit een studie van Block (2010) blijkt dat familie-eigenaren en managers waarschijnlijk stappen zullen vermijden die schadelijk zijn voor de reputatie van het bedrijf, zoals inkrimping. Er wordt beargumenteerd dat familieaandeelhouders de reputatie van hun bedrijf meer waarderen dan andere belanghebbenden. Daarom willen ze acties die het imago kunnen schaden, zoals grootschalige ontslagen, vermijden (Block, 2010). Deze voorzichtigheid kan direct invloed hebben op de financiële keuzes en financieringsstructuur van het bedrijf. In plaats van te kiezen voor kostenbesparende acties zoals het verminderen van personeel, kunnen familiebedrijven andere financieringsmogelijkheden of benaderingen overwegen om financiële tekorten aan te pakken. Dit kan variëren van het aantrekken van externe investeerders, het herzien van schulden, tot het verkopen van bedrijfsactiva. Het uiteindelijke doel is het behouden van de financiële stabiliteit van het bedrijf zonder afbreuk te doen aan de kernwaarden. Bijgevolg wordt deze theorie ook meegenomen in dit onderzoek.

Daarnaast, vanwege hun hechte relatie met het bedrijf, kunnen familieleden ook bereid zijn om hun eigen financiële middelen te gebruiken of zelfs persoonlijke schulden aan te gaan om het bedrijf te helpen (Reddi, Gerard, 2012). Deze persoonlijke inzetten benadrukken niet alleen hun toewijding, maar laten ook zien hoe belangrijk sociale identiteit is in hun besluitvorming. Het toont de mate van hun toewijding en de afstanden die ze bereid zijn te overbruggen om het familiebedrijf te ondersteunen en te laten groeien (Reddi, Gerard, 2012).

2.4.7 Toepassing familiebedrijven

De literatuur toont aan dat familiebedrijven een unieke dynamiek kennen in hun financieringsstructuur, beïnvloed door zowel traditionele financiële overwegingen als niet-financiële, emotionele belangen. Uit de besproken theorieën blijkt dat, hoewel familiebedrijven toegang hebben tot een reeks financieringsopties, zoals interne financiering, schuldfinanciering en externe financiering, de keuze voor een specifieke financieringsbron vaak wordt beïnvloed door de wens om controle te behouden en de familiedynastie voort te zetten. Dit kan leiden tot een voorkeur voor interne financiering of een terughoudendheid om externe investeerders aan te trekken. Deze theorieën verschaffen niet alleen inzicht in de kapitaalstructuur van familiebedrijven onder normale omstandigheden, maar zijn ook waardevol in het belichten van het beslissingsproces tijdens economisch onzekere tijden. Dit aspect wordt in een later deel van het onderzoek verder uitgediept,

met focus op hoe familiebedrijven hun financieringsstrategieën aanpassen in reactie op crises en fluctuerende marktomstandigheden.

De Modigliani-Miller theorie (Modigliani & Miller, 1963), Trade-off theorie (Kraus & Litzenberger, 1973), Pecking Order theorie (Myers, 2001) en Agency theorie (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998) zijn van toepassing op veel soorten bedrijven en richten zich voornamelijk op het maximaliseren van financiële welvaart en het kiezen van financieel voordelige bronnen. Aan de andere kant belicht het Socioemotional Wealth (SEW) perspectief (Gomez Mejia et al., 2007) en Social Identity theorie (Tajfel & Turner, 1985) de specifieke en complexe besluitvorming binnen familiebedrijven. Deze benaderingen concentreren zich op de emotionele waarde die familiebedrijven toekennen aan hun onderneming, met focus op elementen zoals familie-identiteit en het voortzetten van familietradities (Jansen et al., 2022). Deze emotionele aspecten kunnen een significante impact hebben op de financieringskeuzes van familiebedrijven, waardoor ze soms afwijken van wat traditioneel als financieel optimaal wordt beschouwd. De Sociale Identiteitstheorie versterkt dit inzicht door te laten zien hoe familieleden zich identificeren met hun bedrijf, wat leidt tot een sterk gevoel van verantwoordelijkheid en betrokkenheid. Deze verbondenheid kan hen aanzetten tot het overwegen van nieuwe vormen van externe financiering, vooral in tijden van financiële moeilijkheden, in plaats van het reduceren van personeel.

Samen laten deze theorieën zien dat de financieringsstructuur van een familiebedrijf niet alleen gebaseerd is op economische rationaliteit, maar wordt ook sterk beïnvloed door familiewaarden, tradities en de wens om controle te behouden. Hoewel dit kan leiden tot unieke uitdagingen en afwegingen, biedt het ook familiebedrijven de mogelijkheid om langetermijnstrategieën te volgen die zijn afgestemd op hun unieke waarden en doelstellingen.

2.5 Financieringscyclus van Familiebedrijven tijdens Economische Recessies

De financieringsstructuur van een onderneming is essentieel voor haar vermogen om zich aan te passen, te overleven en te groeien in een steeds veranderende markt. Familiebedrijven, met hun unieke combinatie van zakelijke en familiale belangen, bevinden zich in een bijzondere positie. Voor hen staat zowel persoonlijk financieel als emotioneel vermogen op het spel wanneer de prestaties van een bedrijf afnemen (Issah et al., 2023). Deze diepgewortelde familiebanden en specifieke waardensystemen kunnen de impact van economische schommelingen intenser maken. Hun besluitvorming wordt vaak beïnvloed door een mix van zakelijke overwegingen en de wens om de familiale dynastie te behouden en voort te zetten. In tijden van economische onzekerheid wordt het belang van de financieringsstructuur voor bedrijven nog meer benadrukt.

Binnen dit onderdeel zullen we drie economische recessies aanhalen die de wereldeconomie in de laatste twee decennium heeft getroffen. Deze recessies zijn: de financiële crisis van 2007-2008, de Eurozone schulden crisis tussen 2010 en 2014, en de recente uitdagingen van de Covid-19 pandemie. Hoewel er ook politieke en milieu-gerelateerde crises zijn die invloed kunnen hebben op de economie, hebben we ervoor gekozen ons specifiek te richten op economische recessies. De reden hiervoor is dat economische crises een grotere en directere impact hebben op de financieringsstructuren en prestaties van bedrijven, in vergelijking met andere soorten crises (Moreno-Menéndez et al., 2021).

Specifiek zullen we ons concentreren op de Covid-19 pandemie vanwege de recente en uitzonderlijke onzekerheid waaraan bedrijven werden blootgesteld, wat leidde tot turbulente bewegingen in financiële cijfers, onverwachte marktreacties en een onvoorspelbaar toekomstbeeld (Rizvi et al., 2022). Dit benadrukt het belang van de pandemie als onderzoeksonderwerp om te bepalen of en hoe familiebedrijven hun financieringsstructuur aanpassen in reactie op dergelijke ongekende economische omstandigheden.

2.5.1 Financiële crisis van 2007-2008

Het is belangrijk om de tijdsperiode van de financiële crisis te verduidelijken aangezien in dit onderzoek met een *event study* methodologie wordt gewerkt. De financiële crisis van 2007 tot 2008 traumatiseerde de wereldeconomie (Brunnermeier, 2009). Erkens et al. (2012) bevestigen deze tijdsperiode van de crisis in hun onderzoek naar de invloed van corporate governance op de prestaties van financiële instellingen tijdens de financiële crisis. De jaartallen 2007 tot 2008 worden in dit onderzoek gebruikt als uitgangsbasis. In een onderzoek van Madsen (2013) wordt de crisis beschouwd als een recessie die duurde van 2007 tot 2009. Hoewel deze periode ook geldig is, kiezen we voor dit onderzoek voor de kortere kernperiode van de financiële crisis. De reden hiervoor is dat we de reactie van familiebedrijven willen analyseren, en deze reactie is duidelijker waar te nemen tijdens het hoogtepunt van de crisis.

Het onderzoek van Erkens et al. (2012) bracht enkele belangrijke inzichten aan het licht met betrekking tot bedrijfsreacties op economische crises. Ten eerste concludeerden de onderzoekers dat aandeelhouders aandrongen op financiële transparantie, wat leidde tot het tijdig erkennen van verliezen. Deze druk op transparantie benadrukte het belang van openheid en eerlijkheid in financiële rapportage, vooral tijdens onzekere economische tijden. Ten tweede ontdekten ze dat bedrijven meer eigen vermogen gingen ophalen. De kost van eigen vermogen was tijdens de crisis erg kostbaar, wat bedrijven dwong om hun financieringsstrategieën te heroverwegen. Deze bevindingen wijzen op de complexe en soms tegenstrijdige krachten die op bedrijven inwerken tijdens een economische crisis, en benadrukken het belang van flexibiliteit en aanpassingsvermogen in hun financiële strategieën.

2.5.2 Eurozone schuldencrisis van 2010 -2014

De Eurozone schuldencrisis, die zich afspeelde tussen 2010 en 2014, volgde kort op de wereldwijde kredietcrisis (Financiële Bijstand Voor Lidstaten Van De Eurozone, 2019). Deze periode was kenmerkend door ingrijpende economische veranderingen en belangrijke gebeurtenissen binnen de EU-lidstaten. Hoewel deze crisis direct na de voorgaande kredietcrisis kwam, had de Eurozone te maken met haar eigen specifieke uitdagingen (Thimann, 2015). Voor een grondige analyse van de schuldencrisis en haar impact, wordt 2010 als beginpunt genomen, met 2009 als referentiejaar. Echter, het is belangrijk om kritisch te zijn ten aanzien van dit referentiejaar, aangezien bedrijven in 2009 nog herstellende waren van de kredietcrisis. Dit zou een vertekend beeld kunnen geven van de economische situatie vóór de schuldencrisis.

Studies van Lampropoulou (2017), Mitsakis (2014) en Thimann (2015) belichtten verschillende effecten van de financiële crisis op EU-lidstaten. Een centrale observatie was dat wanneer lidstaten

hun schulden niet konden financieren, het vertrouwen in hun regeringen daalde. Deze afname in vertrouwen veroorzaakte financiële instabiliteit, met name door verhoogde rentetarieven en de zwakke financiële positie van de betreffende landen. Niet alle landen voelden de crisis echter even sterk. Een opvallend inzicht uit het onderzoek was de snelle verslechtering van het banksysteem, vooral in Griekenland. De crisis leidde tot ingrijpende bezuinigingen, loonsverlagingen en een toename in werkloosheid aangezien bedrijven hun loonkosten deden verlagen. Desondanks was de impact niet in elk land hetzelfde, en zagen sommige landen geen significante daling in de lonen.

2.5.3 Covid-19 Pandemie

De recente Covid-19 pandemie heeft wereldwijd aanzienlijke aandacht gekregen in de academische literatuur. Uit onderzoek blijkt dat de pandemie substantiële gevolgen heeft gehad voor de omzet, winst en bedrijfswaarden van ondernemingen (Vo et al., 2022). Hoewel de initiële uitbraak van het Covid-19 virus zich voordeed in december 2019 te Wuhan, China, werd de mondiale verspreiding en impact met name evident in 2020 (Tijdschrift - Acties Van De Raad Rond COVID-19, 2023). De periode 2020-2021 wordt in veel studies aangeduid als de meest kritieke fase van de pandemie. In veel wetenschappelijke onderzoeken binnen de literatuur waren de gegevens voor het boekjaar 2022 nog niet gepubliceerd. Desondanks is het aannemelijk dat de gevolgen van het Covid-19 virus in 2022 nog steeds merkbaar waren. In ons onderzoek hebben we echter de mogelijkheid om deze data wel te gebruiken. Nu we ons in begin 2024 bevinden en de bedrijfsgegevens voor het boekjaar 2023 pas tegen eind 2024 verwacht worden, is het lastig om een helder beeld te vormen van een periode na de crisis. Dit kan resulteren in beperkingen bij het volledig begrijpen van de langetermijneffecten van de Covid-19 pandemie op de financieringsstructuren van familiebedrijven.

Uit recente academische onderzoeken zijn diverse conclusies getrokken over de impact van economische crises op bedrijven en hun financieringsstructuren. Colak en Öztekin (2021) concludeerden dat banken tijdens een crisis conservatiever worden in het verstrekken van leningen. Echter, landen met een stabiel gezondheidszorgsysteem en sterke overheidsinstituties ervaren een verminderde negatieve schok in hun bankensector. Het onderzoek van He en Ye (2021) stelden vast dat bedrijven met een hoge schuldgraad minder flexibiliteit hebben om zich snel aan te passen in crisistijden. Deze bedrijven ervaren zwaardere uitdagingen in vergelijking met bedrijven die een lage schuldgraad hebben en meer capaciteit bezitten om nieuwe schulden aan te gaan. De studie van Vo et al. (2022) merkten op dat bedrijven zich snel aanpasten tijdens de uitbraak van Covid-19. Verder identificeerden zij een opvallende toename in de schuld-vermogen ratio bij bedrijven tijdens deze periode. Dit suggereert dat bedrijven mogelijk meer schuldfinanciering hebben opgenomen om liquiditeitsproblemen aan te pakken en om te investeren in noodzakelijke veranderingen, zoals digitalisering, in reactie op de pandemie.

In het licht van Covid-19 werd het dividenduitkeringsbeleid van bedrijven heroverwogen, wat leidde tot wijzigingen in het investeerdersgedrag, zoals aangegeven door Eugster et al. (2020). Ondanks de neerwaartse aanpassing van dividenden bij sommige bedrijven, kozen anderen ervoor hun dividend niet aan te passen om investeerders aan te trekken, een beslissing beïnvloed door marktdynamieken van vraag en aanbod. Belangrijk is dat tijdens de Covid-19-crisis het management

vaak beperkt werd in hun keuzevrijheid door overheidsingrijpen, wat leidde tot nieuwe regels en restricties rondom dividendbetalingen (Cejnek et al., 2021).

Verder benadrukten een onderzoek over de impact van Covid-19 op het menselijk kapitaal van Vangronsveld en De Vos (2021) dat bedrijven, ondanks de economische uitdagingen, trachtten hun personeel niet te ontslaan. In plaats daarvan zochten zij naar alternatieve oplossingen zoals het invoeren van telewerk, wat een significante impact had op de werkwijze binnen organisaties. Andere maatregelen die werden genomen, waren het invoeren van tijdelijke werkloosheid en het beëindigen van samenwerkingen met uitzendkrachten en andere soortgelijke externe partners.

2.6 Vorming Hypotheses

In het volgende deel van deze studie worden de drie hypothesen opgesteld op basis van de eerdergenoemde literatuur met als doel te onderzoeken of er verschillen zijn in de financieringsstructuur van familiebedrijven tussen perioden van economische stabiliteit en onzekerheid. Hierbij wordt uiteengezet welke kengetallen voor de analyse worden gebruikt met een toelichting over de keuze en hun relevantie binnen dit onderzoek.

Op basis van de eerder besproken literatuur blijkt dat familiebedrijven in stabiele omstandigheden de neiging hebben om niet veel externe schulden aan te gaan en controle willen behouden. Zo stelt De Pecking Order Theorie dat bedrijven eerst kiezen voor interne financiering voordat ze externe financiering overwegen (Rommens, 2004). Dit is duidelijk zichtbaar bij familiebedrijven, die de voorkeur geven aan zelfvoorziening en interne financiering. Volgens het Socioemotional Wealth (SEW) perspectief is het behouden van controle essentieel om de unieke familiewaarden en -cultuur te beschermen. Te veel schulden kunnen leiden tot meer invloed van externe stakeholders, wat de familiecontrole kan verminderen (Michiels & Molly, 2017).

Ten tweede zijn familiebedrijven vaak risicoavers en gericht op het beschermen van de familiebelangen. Ze streven ernaar om het familievermogen te beschermen en het bedrijf gezond te houden voor toekomstige generaties (Michiels & Molly, 2017). Vaak zijn familiebedrijven ook voorzichtiger in hun besluitvorming en richten ze zich op stabiliteit en duurzaamheid op lange termijn, wat hen onderscheidt van niet-familiebedrijven. Ondanks de suggestie van de Trade-Off theorie dat stelt dat bedrijven met lagere faillissementskosten meer kunnen profiteren van schuldfinanciering (Sahin, 2014), neigen familiebedrijven tot een conservatievere financiële strategie. Dit wordt eveneens ondersteund door de Agency theorie, die aangeeft dat familiebedrijven waarschijnlijk lagere faillissementskosten hebben vanwege minder conflicten tussen eigenaren en managers (Jansen et al., 2022).

Gezien deze overwegingen lijkt het erop dat familiebedrijven hun activa voornamelijk financieren met eigen vermogen, zoals ingehouden winsten of aandelenkapitaal, in plaats van met schulden. Echter veronderstellen we dat in economische onzekere omstandigheden familiebedrijven meer schulden gaan aannemen ten opzichte van economisch stabiele omstandigheden. Er zijn verschillende redenen voor deze verwachte verandering in de financieringsstructuur. Een belangrijke factor die in overweging moet worden genomen, is de toenemende kost verbonden aan het ophalen van eigen vermogen. Het onderzoek van Erkens et al. (2012) wijst erop dat tijdens de financiële

crisis van 2008-2009 bedrijven vaker naar eigen vermogen grepen. Dit gebeurde voornamelijk door middel van het uitgeven van aandelen of door kapitaalverhogingen. Voor familiebedrijven kan dit echter problematisch zijn. Het uitgeven van nieuwe aandelen kan leiden tot een verlies van controle, wat in strijd is met de Socioemotional Wealth (SEW) theorie (Jansen et al., 2022). Bovendien is een kapitaalverhoging vaak alleen mogelijk als de familieaandeelhouders over voldoende persoonlijk vermogen beschikken. Gezien deze beperkingen, is het waarschijnlijk dat familiebedrijven in tijden van een crisis zullen zoeken naar alternatieve financieringsmethoden buiten hun traditionele methoden.

Bovendien toonde het onderzoek van Vo et al. (2022) aan dat ondernemingen gedurende de Covid-19 pandemie vaker kozen voor schuldfinanciering. He en Ye (2021) stelden vast dat ondernemingen met een lage schuldgraad, zich gemakkelijker konden aanpassen in onzekere tijden. Daarom gaan we ervan uit dat deze trend van toenemende schuldfinanciering tijdens een crisis ook van toepassing is op familiebedrijven.

Om dit verder te onderzoeken, richten we ons op de schuldgraad van een bedrijf. Deze financiële ratio geeft aan welk deel van het totale vermogen van een bedrijf is gefinancierd met vreemd vermogen (schulden).

$$\text{Algemene schuldgraad (\%)} = \frac{\text{Vreemd vermogen}}{\text{Totaal vermogen}}$$

Waarbij de optimale schuldgraad voor een onderneming ligt tussen de 60 procent en 70 procent (Van Den Brande & Claessens, n.d.). Een hoge schuldgraad kan duiden op aanzienlijke financiële verplichtingen en daarmee gepaard gaande financiële risico's (Titman en Wessels, 1988). Anderzijds kan een lage schuldgraad aangeven dat een bedrijf minder afhankelijk is van schuldfinanciering en wellicht een sterkere financiële positie heeft (Myers, 1984).

Op basis van deze inzichten uit de literatuur formuleren we volgende eerste hypothese om te onderzoeken of er verschillen zijn in de financieringsstructuur van familiebedrijven tussen perioden van economische stabiliteit en onzekerheid:

Hypothese 1: In economisch stabiele omstandigheden hebben familiebedrijven een lage schuldgraad in vergelijking met familiebedrijven tijdens economisch onzekere omstandigheden.

Gezien de inzichten uit de besproken literatuur, neigen familiebedrijven onder stabiele economische omstandigheden naar minimale betrokkenheid bij rentelasten. Deze trend wordt veroorzaakt door diverse factoren. Een belangrijke factor is hun voorkeur voor interne financiering, zoals gesuggereerd door de Pecking Order Theorie, waardoor ze vaak externe financiering vermijden (Rommens, 2004). Dit helpt familiebedrijven om de risico's en kosten geassocieerd met schuldfinanciering te ontwijken, waardoor het risico op het niet kunnen voldoen aan terugbetalingsverplichtingen wordt verminderd (Sahin, 2014). Bovendien speelt de bescherming van familiebelangen een cruciale rol, zoals benadrukt door het Socioemotional Wealth (SEW) perspectief. Familiebedrijven zijn dus niet enkel gefocust op welvaartsmaximalisatie en financiële motieven (Michiels & Molly, 2017). Door de Trade-off theorie, waarbij belastingaftrek een primair voordeel van schuldfinanciering is, zouden familiebedrijven dit voordeel niet optimaal benutten, wat resulteert in minder rentelasten.

Daarom zouden familiebedrijven in stabiele economische omstandigheden hun rentelasten gemakkelijk moeten kunnen dekken. Desalniettemin tonen recente studies die verschillende economische crisissen onder de loep namen, aan dat bedrijven tijdens een crisis vaker te maken krijgen met rentelasten. Dit kan resulteren in uitdagingen bij het nakomen van hun terugbetalingsverplichtingen (Van Den Brande & Claessens, n.d.). Onderzoek van Vo et al. (2022) wijst erop dat bedrijven tijdens de Covid-19 pandemie vaker kozen voor schuldfinanciering, wat suggereert dat familiebedrijven, ondanks hun voorkeur voor interne financiering, mogelijk toch meer externe schulden zijn aangegaan, met een potentiële impact op de rentelasten van een bedrijf.

Opmerkelijk is ook dat uit onderzoek tijdens de Eurozone schulden crisis bleek dat banken terughoudender werden in het verstrekken van leningen tijdens een crisis. Dit, gecombineerd met een verminderd vertrouwen in banken na de financiële crisis, kan ertoe leiden dat familiebedrijven voorzichtiger zijn geworden in het aangaan van nieuwe leningen. Echter, vanwege de controlevoordelen die bankleningen bieden, verwachten we dat familiebedrijven indien nodig toch voor deze vorm van externe financiering zullen kiezen. Bovendien bleek uit bovenstaande literatuur over de financieringsmogelijkheden ook dat familiebedrijven voor banken aantrekkelijke klanten zijn vanwege hun langetermijnvisie en de stabiliteit die ze vaak bieden.

Kortom, in economisch onzekere omstandigheden kunnen familiebedrijven meer moeilijkheden ondervinden met het terugbetalen van hun rentelasten in vergelijking met economisch stabiele omstandigheden vanwege een combinatie van factoren, waaronder een toename van schuldfinanciering, veranderende houdingen ten opzichte van bankleningen en een wens om familiebelangen te beschermen.

Om dit te verifiëren, focussen we op de interest coverage ratio (ICR). Deze financiële ratio illustreert hoe vlot een bedrijf zijn rentelasten kan betalen uit zijn operationele winst.

$$\text{Interest coverage ratio (ICR)} = \frac{\text{Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)}}{\text{Rentelasten}}$$

Waarbij:

- >1 betekent dat een onderneming gemakkelijk zijn interestlasten kan dragen, en dat er nog een marge is om winst uit te keren aan de aandeelhouders
- =1 betekent dat de operationele winst nipt instaat is om de interestlasten te dekken
- <1 betekent dat de onderneming moeilijkheden kent om de interestlasten te dekken

Een hoge ICR suggereert dat een bedrijf zijn rentelasten gemakkelijk kan voldoen, wat bijdraagt aan de stabiliteit en continuïteit voor toekomstige generaties (Van Den Brande & Claessens, n.d.). Dit kan ook worden geïnterpreteerd als een indicatie dat het bedrijf minder leunt op externe financiering, waardoor de invloed van externe schuldeisers beperkt blijft.

Op basis van deze inzichten uit de literatuurstudie formuleren we de tweede hypothese om te onderzoeken of er verschillen zijn in de financieringsstructuur van familiebedrijven tussen perioden van economische stabiliteit en onzekerheid:

Hypothese 2: In economisch stabiele omstandigheden hebben familiebedrijven een hogere interest coverage ratio in vergelijking met familiebedrijven tijdens economisch onzekere omstandigheden.

Om tot een laatste hypothese te komen voor het onderzoeken of er verschillen zijn in de financieringsstructuur van familiebedrijven tussen perioden van economische stabiliteit en onzekerheid, gaan we dieper ingaan op de dividenduitbetaling structuur van een onderneming. Dit is van belang, omdat het dividenduitkeringsbeleid inzicht kan bieden in de mate waarin een familiebedrijf zijn winsten herinvesteert voor toekomstige groei of kiest voor het direct belonen van aandeelhouders.

Uit de literatuur blijkt dat familiebedrijven in stabiele omstandigheden vaak een laag dividenduitkeringsbeleid hanteren. Een belangrijke reden hiervoor is het herinvesteren van behaalde winsten. Familiebedrijven hebben de neiging om zich te richten op een langetermijnvisie en continuïteit te verzekeren. Om deze doelen te verzekeren, kiezen ze ervoor om een aanzienlijk deel van hun winsten te herinvesteren in het bedrijf en op te slaan als reserves (Michiels, 2018). Dit kan gaan om investeringen in onderzoek en ontwikkeling, uitbreiding van de bedrijfsactiviteiten, het verbeteren van de bedrijfsinfrastructuur, of het aanboren van nieuwe markten. Verder benadrukt de sociale identiteitstheorie (SIT) dat familiebedrijven een sterke verbondenheid voelen met hun werknemers, wat leidt tot een perceptie dat behaalde winsten een collectieve prestatie zijn, eerder dan enkel toebehorend aan de familie-eigenaars (Zellweger & Astrachan, 2008). In lijn met de Pecking Order Theory, tonen familiebedrijven een duidelijke voorkeur voor het financieren van hun activiteiten met interne middelen en het herinvesteren van winsten, in plaats van het aangaan van externe schulden, wat zich vaak vertaalt in een beperkte dividenduitkering.

Verder streven familiebedrijven ernaar om het familievermogen te beschermen en het bedrijf gezond te houden voor toekomstige generaties (Jansen et al., 2022). Een lage dividenduitkering zorgt ervoor dat er voldoende financiële middelen in het bedrijf blijven om onverwachte uitdagingen aan te gaan.

Met betrekking tot het dividenduitkeringsbeleid van familiebedrijven in tijden van economische onzekerheid, komt naar voren dat financiële transparantie tijdens crises een sleutelrol speelt. Uit het onderzoek van Erkens et al. (2012), uitgevoerd tijdens de financiële crisis van 2008-2009, blijkt dat aandeelhouders meer belang zijn gaan hechten aan financiële openheid, wat bedrijven aanzet tot een snellere erkenning van verliezen. Dit kan een direct effect hebben op het dividendbeleid, waarbij bedrijven mogelijk voorzichtiger worden met het uitkeren van dividenden om hun financiële positie te versterken.

Uit het onderzoek van Eugster et al. (2020) gedurende de Covid-19 pandemie blijkt dat bedrijven hun dividenduitkeringsbeleid heroverwogen, wat resulteerde in veranderingen in het gedrag van investeerders. Er werd een stabiele of neerwaartse trend waargenomen in het al dan niet uitkeren van dividenden. Gezien het feit dat de literatuur aangeeft dat familiebedrijven over het algemeen weinig dividend uitkeren, verwachten wij geen toename in de dividenduitkering tijdens een crisis. Daarnaast werden er nieuwe regels en beperkingen geïntroduceerd met betrekking tot dividendbetalingen (Cejnek et al., 2021).

Om het dividenduitkeringsbeleid van familiebedrijven verder te onderzoeken, richten we ons op de dividend payout ratio. Deze financiële ratio geeft aan welk deel van de winst wordt uitgekeerd als dividend aan de aandeelhouders.

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{Dividenden}}{\text{Netto winst}}$$

Een lage dividend payout ratio suggereert dat een bedrijf het grootste deel van zijn winst herinvesteert in het bedrijf, wat kan duiden op een groeistrategie of een voorzichtige financiële benadering (Van Den Brande & Claessens, n.d.). Voor familiebedrijven betekent dit dat ze vaak kiezen voor herinvestering boven het uitkeren van winsten, wat hun langetermijnvisie en wens om controle te behouden weerspiegelt.

Op basis van deze inzichten uit de literatuurstudie formuleren we de derde hypothese om te onderzoeken of er verschillen zijn in de financieringsstructuur van familiebedrijven tussen perioden van economische stabiliteit en onzekerheid:

Hypothese 3: In economisch onzekere omstandigheden blijft het beleid van dividenduitkering van familiebedrijven ongewijzigd ten opzichte van economisch stabiele omstandigheden.

3 Methode

3.1 Empirische Methode

Dit onderzoek maakt gebruik van een empirische methode met een kwantitatieve benadering. Het richt zich specifiek op de vraag: "Veranderen familiebedrijven hun financieringscyclus gedurende een crisis om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren?" De studie focust op Belgische private familiebedrijven en beoogt de drie hypothesen, voortkomend uit de literatuurstudie, te toetsen. Gezien de aard van de onderzoeksvraag bespreken we in de resultaten eerst enkele basisstatistieken voor elk van de onderzoeksperiodes, zoals minimumwaarden, maximumwaarden, gemiddelden en standaarddeviaties van de relevante kengetallen. Vervolgens voeren we een One-Way ANOVA-analyse en Pairwise vergelijking uit om te bepalen of er significante verschillen zijn in de kengetallen voor en gedurende een crisis, met een betrouwbaarheidsniveau van 95%. Bovendien berekenen we de Cohen's d , een maatstaf voor de effectgrootte. Deze waarde geeft aan hoe groot de verschillen in kengetallen zijn voor en gedurende een crisis en helpt ons de praktische betekenis van de resultaten te begrijpen. Een positieve waarde duidt op een positieve effectgrootte, terwijl een negatieve waarde wijst op een negatieve effectgrootte. Volgens Cohen (2013) geven absolute waarden van d kleiner dan 0,2 aan dat er sprake is van een kleine effectgrootte, waarden tussen 0,2 en 0,5 wijzen op een gemiddelde effectgrootte, en waarden boven 0,5 duiden op een grote effectgrootte. Ter aanvulling op deze bevindingen voeren we ook een non-parametrische Mann-Whitney U-test uit om de consistentie van onze resultaten te controleren. Deze test is bijzonder nuttig omdat het niet uitgaat van een normale verdeling van de data en in plaats daarvan de rangorde van de gegevenspunten onderzoekt. Deze methode is minder gevoelig voor uitschieters en biedt een betrouwbaar alternatief voor het analyseren van niet-normaal verdeelde data.

3.2 Dataverzameling

Om de eerdergenoemde hypothesen te toetsen, wordt eerst de Bel-first database (Bureau van Dijk) geraadpleegd. Aangezien deze database informatie omvat over nagenoeg alle ondernemingen en organisaties in België en Luxemburg, is het essentieel om specifieke aanpassingen te maken om tot een uiteindelijke dataset te komen. Door een gestructureerde en opeenvolgende benadering van de voorgestelde procedures te volgen, wordt een definitieve selectie verkregen.

Bij het hanteren van de *event study* methodologie is het cruciaal om direct een specifieke tijdsperiode vast te leggen. Hoewel de Bel-first database uitgebreide informatie biedt over de laatste negen boekjaren, lopend van 2014 tot 2023, is er in het initieel opzet van de masterproef besloten om een periode van zeventien boekjaren te bestuderen. In een verwerkte versie van de masterproef hebben wij ervoor gekozen om meer aandacht te besteden aan de Covid-19 pandemie aangezien deze periode onderzocht kan worden met data afkomstig uit de Bel-first database. Om te kijken of de bevindingen voortkomend uit de resultaten van de Covid-19 pandemie consistent zijn over de jaren heen, wordt er verder gekeken naar de twee andere economische recessies als robuustheidstest. De additionele analyses van de twee eerdere financiële gebeurtenissen, de financiële crisis van 2008-2009 en de Eurozone schulden crisis van 2010 tot 2014 zullen dus dienen als verdere onderbouw voor de conclusies van de Covid-19 pandemie. Op deze manier worden de conclusies gebaseerd op

één consistente populatie, namelijk die tijdens de Covid-19 pandemie. Deze populatie wordt nader toegelicht in de volgende alinea's. Voor de analyse van de financiële gebeurtenissen voor 2014 is gebruikt gemaakt van de openbaar gemaakte jaarrekeningen van familiebedrijven die geconsulteerd zijn via de website van de Nationale Bank van België.

Voor de streekproefselectie van de Bel-first is er specifiek gefocust op actieve entiteiten die gelokaliseerd zijn binnen België. Met als gevolg dat de Luxemburgse entiteiten worden geëlimineerd uit de dataset. Daarnaast willen we enkel werken met de niet-beursgenoteerde bedrijven aangezien beursgenoteerde bedrijven aan specifieke regelgeving onderworpen zijn en het familiale karakter zo kunnen verliezen.

Verder worden de micro-ondernemingen eruit gehaald. Onder micro-ondernemingen verstaan we bedrijven met een personeelsbestand bestaande uit minder dan 10 mensen. De reden hiervoor is dat we zeker willen zijn dat eenpersoonsbedrijven uit onze populatie gehaald worden en net als bij de beursgenoteerde bedrijven bestaan er voor de micro-ondernemingen specifieke publicatieverplichtingen. Een micro-onderneming is namelijk niet verplicht tot de jaarlijkse neerlegging van de jaarrekening. Dit en andere gegevens die mogelijks cruciaal zijn voor dit onderzoek zouden dan kunnen ontbreken bij deze bedrijven, wat het onderzoek dus ook zou bemoeilijken. De eenmanszaken moeten eruit omdat deze in geen geval als familiebedrijf beschouwd kunnen worden, aangezien er minstens twee personen nodig zouden moeten zijn om te kunnen spreken van familie.

Tenslotte zijn er nog criteria toegepast dat de financiële cijfers en ratio's die nodig zijn voor het onderzoek zeker aanwezig zijn in de dataset. Door al de bovenstaande stappen toe te passen krijgen we een populatie van 860 bedrijven. Uit deze populatie gaan we de steekproef voor de covid-19 pandemie halen. Zie zoekstrategie in bijlage op pagina 53.

Voor de steekproef gaan we gebruik maken van 210 familiebedrijven die uit onze populatie worden geselecteerd. Dit aantal is voldoende om representatief te zijn voor de populatie. Hiervoor hebben we gebruik gemaakt van de volgende formule:

$$n \geq \frac{N \cdot z^2 \cdot p(1-p)}{z^2 \cdot p(1-p) + (N-1) \cdot F^2}$$

Waarbij:

- n is het aantal benodigde
- z is de standaardafwijking bij een bepaald betrouwbaarheidspercentage. Hier 1,96 bij 95% betrouwbaarheid.
- N is de grootte van de populatie
- p is de kans dat een respondent een bepaald 'antwoord' geeft, in dit geval de familiebedrijven. We hebben een kans van 77% aangenomen, zoals vermeld in de eerdergenoemde definitie
- F is de foutmarge, hier 5%

Dit is de formule die gebruikt kan worden wanneer de populatie eindig is, wat bij ons het geval is (Naing, Winn, & Rusli, 2006). Wanneer we deze formule invullen met onze gegevens komen we uit dat n groter dan of gelijk zou moeten zijn aan 208 ondernemingen. Afgerond komen we dan op een steekproef van 210 familiebedrijven voor de Covid-19 pandemie.

Vooraleerst we een willekeurige sample kunnen nemen uit de populatie moeten we eerste de familiebedrijven onderscheiden. Hiervoor worden, net zoals in de studie van Minichili et al. (2015), onder meer de bedrijfsrapporten geraadpleegd, alsook de websites van de bedrijven. De meest praktische aanpak bij het gebruik van Bel-first gegevens is het hanteren van specifieke criteria. Voor ons onderzoek houden we rekening met volgende criteria:

- De naam van één van de bestuurders maakt deel uit van de naam van de onderneming
- De onderneming bestaat uit meer dan één bestuurder en minstens twee van hen hebben dezelfde achternaam
- Een van de bestuurders woont op hetzelfde adres als de onderneming
- Twee bestuurders wonen op hetzelfde adres

Na het doorvoeren van de eerder beschreven selectiecriteria, omvat de steekproef in totaal 327 bedrijven. Uit deze groep worden willekeurig 210 familiebedrijven geselecteerd.

Bij de steekproefpopulatie voor de additionele analyse van de Financiële crisis en de Eurozone schuldencrisis is een meer kwalitatieve benadering gehanteerd. Gezien de noodzaak om handmatig jaarrekeningen en financiële cijfers te verzamelen, is de omvang van de steekproef beperkter, met in totaal 70 familiebedrijven. De identificatie van deze familiebedrijven is gebaseerd op informatie uit het Belgisch Staatsblad en gegevens van de bedrijfswebsites, wat zorgt voor volledige zekerheid dat de geselecteerde ondernemingen zichzelf als familiebedrijf beschouwen.

3.3 Validiteit en betrouwbaarheid

Het is belangrijk om de validiteit en betrouwbaarheid van het onderzoek te garanderen. In deze sectie zal dit in vraag worden gesteld. Door te kiezen voor 210 bedrijven voor de Covid-19 pandemie en 70 bedrijven voor de Financiële en Eurozone schuldencrisis wordt er een betrouwbare basis gelegd voor dit onderzoek. Elk van deze bedrijven biedt waardevolle inzichten en gegevens die bijdragen aan de diepgang en kwaliteit van de resultaten. De kwantitatieve benadering, gecombineerd met een zorgvuldige dataverzameling, zorgt ervoor dat de bevindingen van het onderzoek betrouwbaar en valide zijn.

In dit onderzoek wordt ook beperkt de sector geanalyseerd waarin de geselecteerde familiebedrijven opereren. Dit is van belang omdat sectorale kenmerken een impact kunnen hebben op de kapitaalstructuur van bedrijven (Harris & Raviv, 1991). Het bekijken van verschillende sectoren verhoogt de validiteit en biedt een breder inzicht, zoals benadrukt door Van Staa & Evers (2010). De sectorale indeling is gebaseerd op de 2-cijferige Nacebel-codes. Rajan en Zingales (1995) stellen dat ondernemingen in sectoren met veel vaste activa en beperkte groeimogelijkheden doorgaans meer leunen op schuldfinanciering dan bedrijven in sectoren met minder vaste activa en grotere groeikansen. Om de invloed van sectorale verschillen op de kapitaalstructuur van familiebedrijven te

neutraliseren, zijn de Nacebel-codes onderverdeeld in drie hoofdcategorieën: productie, dienstverlening en bouw. Een gedetailleerde indeling hiervan is te vinden in bijlage op pagina 53.

De betrouwbaarheid van een onderzoek is van cruciaal belang om de geloofwaardigheid van de resultaten te waarborgen. In dit onderzoek is de betrouwbaarheid verzekerd door gebruik te maken van erkende en betrouwbare databronnen. Jaarrekeningen, die wettelijk verplicht en onderworpen zijn aan strikte rapportagestandaarden, vormen een betrouwbare basis voor het verzamelen van accurate financiële gegevens. Bovendien is Bel-first een gerespecteerde databank die bekend staat om zijn grondige en accurate bedrijfsinformatie. Door deze twee betrouwbare bronnen te combineren, is de verzamelde data niet alleen consistent, maar ook representatief voor de werkelijke financiële situatie van de onderzochte familiebedrijven. Hierdoor kunnen we met vertrouwen stellen dat de resultaten van dit onderzoek een betrouwbare weergave zijn van de realiteit.

4 Resultaten

4.1 Beschrijvende analyse

In dit segment van het onderzoek ligt de focus op de gegevens beschreven in sectie 3.2. Alvorens de analyse uit te voeren, wordt de verdeling per sector onderzocht om te verifiëren of deze evenredig is, met als doel de sectorale invloed te neutraliseren. De verdeling in de dataset afkomstig uit de jaarrekeningen lijkt evenwichtig te zijn. Hoewel de dataset van Bel-first minder gelijkmatig verdeeld is, wordt deze toch gebruikt vanwege de willekeurige samenstelling en zodat er geen invloed is uitgeoefend op de steekproef.

Tabel 1

Sector verdeling

Sector	Data Jaarrekeningen	Data Bel- first
Constructie	28%	20%
Diensten	34%	60%
Productie	38%	20%

De beschrijvende analyse focust zich eerst op de periode van 2018 tot 2022, die correspondeert met de Covid-19 pandemie. Voor elk kengetal dat in de literatuur werd besproken, worden het minimum, maximum, gemiddelde en de standaarddeviatie bekeken.

In de volgende tabellen staat de schuldgraad ratio en haar evolutie door de jaren heen centraal.

Tabel 2

Analyse schuldgraad (Covid-19 pandemie)

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2018 (pre-crisis)	210	3%	128%	65%	36%
2019 (pre-crisis)	210	2%	189%	68%	38%
2020 (crisis)	210	2%	265%	70%	52%
2021 (crisis)	210	3%	191%	71%	41%
2022 (crisis)	210	3%	261%	76%	53%

Tabel 3

Analyse schuldgraad (Covid-19 pandemie)

Jaar	N	<50%	50-70%	>70%
2018 (pre-crisis)	210	72	45	93
2019 (pre-crisis)	210	70	45	95
2020 (crisis)	210	67	43	100
2021 (crisis)	210	63	42	105
2022 (crisis)	210	64	39	107

Uit bovenstaande tabellen blijkt dat de schuldgraad van familiebedrijven tijdens de Covid-19 pandemie fluctueerde. Ter referentie wordt deze schuldgraad vergeleken met de optimale schuldgraad van tussen de 60 en 70 procent, zoals aangegeven door Van Den Brande en Claessens

(z.d.). Door de jaren heen is er een stijgende trend zichtbaar in het gemiddelde van de schuldgraad. In 2018 en 2019 valt de schuldgraad binnen de optimale marge. Echter, vanaf 2020, het jaar waarin de pandemie begon, overschreed het gemiddelde deze marge en zette een stijgende trend in, met een hoogtepunt van 76 procent in 2022. Het is opmerkelijk dat de laagste schuldgraad elk jaar consistent rond de 3 procent blijft. Daarentegen toont de maximale schuldgraad van 265 procent in 2020 aan dat een bedrijf aanzienlijk meer schulden had dan haar totale vermogen, wat duidt op aanzienlijke over te dragen verliezen van voorgaande boekjaren. Verder suggereren de verhoogde standaarddeviaties in 2020 en 2022 grotere verschillen in de schuldgraad tussen bedrijven. Dit kan wijzen op een grotere financiële impact van de pandemie voor sommige bedrijven dan voor andere. De tweede tabel laat een gestage toename zien van bedrijven met een schuldgraad van meer dan 70 procent gedurende de pandemieperiode. Dit aantal groeide van 93 in 2018 naar 107 in 2022, wat impliceert dat tijdens de pandemie meer bedrijven kozen voor een hogere schuldgraad, mogelijk als reactie op financiële uitdagingen of veranderende bedrijfsstrategieën in deze periode.

Tabel 4

Analyse interest coverage ratio (Covid-19 pandemie)

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2018 (pre-crisis)	210	-292,22	1151,78	19,56	90,73
2019 (pre-crisis)	210	-340,29	651,20	19,66	81,02
2020 (crisis)	210	-1683,66	1615,08	13,81	171,20
2021 (crisis)	210	-344,19	621,41	20,55	75,51
2022 (crisis)	210	-126,48	1147,19	20,38	101,31

Tabel 5

Analyse interest coverage ratio (Covid-19 pandemie)

Jaar	N	<1	1	>1
2018 (pre-crisis)	210	56	4	150
2019 (pre-crisis)	210	55	1	153
2020 (crisis)	210	68	3	138
2021 (crisis)	210	59	1	150
2022 (crisis)	210	68	0	142

Bij het analyseren van basisstatistieken van de interest coverage ratio gedurende de Covid-19 pandemie vallen grote waarden op, zowel bij het minimum als het maximum. Een diepgaande evaluatie op bedrijfsniveau laat zien dat de lage minimumwaarden hoofdzakelijk voortkomen uit minimale rentelasten gecombineerd met een negatieve EBIT, wat resulteert in lagere ratio's door onvoldoende winst om rentelasten te dekken. De hoge maximumwaarden zijn daarentegen het gevolg van bijna verwaarloosbare rentelasten. In 2018 was de gemiddelde ratio 19,66, wat aanduidt dat familiebedrijven in 2018 hun renteverplichtingen konden voldoen. De ratio ligt namelijk ruim boven 1, wat volgens Van Den Brande & Claessens, n.d. suggereert dat bedrijven geen moeilijkheden kennen met het aflossen van hun rentelasten. Echter kent het gemiddelde in 2020 een daling tot 13,81, wat zou kunnen wijzen op een impact van de Covid-19 pandemie op de financiële gezondheid van de bedrijven. Het is mogelijk dat de operationele prestaties verminderden en het voldoen van de renteverplichtingen uitdagender werd of dat bedrijven hun financieringsstrategieën hebben

aangepast met meer schulden als gevolg. Anderzijds is het opmerkelijk dat de standaarddeviatie voor 2020 niet in lijn ligt met de andere onderzochte periodes. Dit zou erop kunnen wijzen dat het gemiddelde van 2020 sterk beïnvloed is door uitschieters. De gegevens uit de tweede tabel tonen aan dat voor de pandemie, in 2018 en 2019, de meeste bedrijven een ratio hoger dan 1 hadden, duidend op een stabiele financiële positie. Tijdens de pandemie nam echter het aantal bedrijven met een ratio lager dan 1 toe, met name in 2020, wat de financiële uitdagingen en de mogelijke impact van de pandemie zou kunnen benadrukken.

Tabel 6

Analyse dividend payout ratio (Covid-19 pandemie)

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2018 (pre-crisis)	210	-1705%	1094%	23,38%	11,17%
2019 (pre-crisis)	210	-913%	1235%	24,46%	10,19%
2020 (crisis)	210	-2000%	2822%	20%*	7,55%*
2021 (crisis)	210	0%	669%	27,44%	78,54%
2022 (crisis)	210	-688%	1208%	20,24%	104,49%

* Extreme uitschieters weggelaten

Tabel 7

Analyse dividend payout ratio (Covid-19 pandemie)

Jaar	N	Geen dividenduitkering	Wel dividenduitkering	%
2018 (pre-crisis)	210	164	46	78%
2019 (pre-crisis)	210	155	55	74%
2020 (crisis)	210	158	52	75%
2021 (crisis)	210	154	56	73%
2022 (crisis)	210	161	49	77%

Bij de analyse van de dividenduitkeringsratio valt op dat in bepaalde jaren, zoals 2018, 2019, 2020 en 2022, sommige familiebedrijven ervoor kiezen om dividend uit te keren ondanks negatieve financiële resultaten. Een diepere blik op de gegevens toont dat dit fenomeen zich in 2019 het meest manifesteert, met drie bedrijven die deze keuze maken. In 2021 keerde geen enkel verlieslijdend bedrijf een dividend uit. Bij het berekenen van het gemiddelde en de standaarddeviatie voor 2020 zijn extreme waarden uitgesloten omdat de initiële berekening een negatief gemiddelde opleverde, terwijl slechts twee bedrijven in dat jaar kozen voor dividenduitkering ondanks negatieve resultaten. Uit de gegevens in tabel 7 blijkt dat gedurende de gehele Covid-19 pandemie ten minste 73 procent van de onderzochte familiebedrijven ervoor koos om geen dividend uit te keren. Interessant is dat in 2018, het jaar voorafgaand aan de pandemie, het percentage bedrijven dat besloot geen dividend uit te betalen nog hoger was, met 78 procent van de bedrijven in de steekproef die deze keuze maakte.

Vervolgens voeren we dezelfde analyses uit op de periode van 2006 tot 2009, die correspondeert met de financiële crisis.

Tabel 8**Analyse schuldgraad (financiële crisis)**

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2006 (pre-crisis)	70	5%	99%	56%	22%
2007 (crisis)	70	5%	106%	58%	22%
2008 (crisis)	70	5%	106%	67%	24%
2009 (post-crisis)	70	5%	100%	62%	23%

Tabel 9**Analyse schuldgraad (financiële crisis)**

Jaar	N	<50%	50-70%	>70%
2006 (pre-crisis)	70	31	23	16
2007 (crisis)	70	27	24	19
2008 (crisis)	70	21	27	22
2009 (post-crisis)	70	22	31	17

De eerste tabel toont aan dat familiebedrijven een lage schuldgraad hadden voor de financiële crisis. Als we dit vergelijken met de eerder genoemde optimale schuldgraad, zien we dat de gemiddeldes voor de jaren 2006 en 2007 onder de grens vallen. Door de jaren heen is er een stijgende trend zichtbaar in het gemiddelde van de schuldgraad. In 2008, tijdens het hoogtepunt van de crisis, bereikte dit gemiddelde een piek van 67 procent. Ondanks deze piek valt dit percentage nog steeds binnen de optimale marge. In 2009 zien we een daling in het gemiddelde, wat suggereert dat familiebedrijven toen voorzichtiger werden met hun financiering. Uit de cijfers blijkt dat er jaarlijks bedrijven zijn met een schuldgraad van slechts 5 procent, wat aangeeft dat hun vermogen voornamelijk uit eigen middelen bestaat. Aan de andere kant toont een schuldgraad van 106 procent aan dat sommige bedrijven meer schulden hebben dan hun totale vermogen, wat kan duiden op financiële verliezen in het verleden. Het is opmerkelijk dat de standaarddeviatie consistent blijft over de jaren, wat aangeeft dat de schuldgraad tussen de verschillende bedrijven relatief stabiel is gedurende de financiële crisis.

Tabel 10**Analyse interest coverage ratio (financiële crisis)**

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2006 (pre-crisis)	70	-40,26	4666,13	6,76*	16,97*
2007 (crisis)	70	-6,67	50,51	7,50	10,45
2008 (crisis)	70	-1308,03	31,32	4,24*	9,31*
2009 (post-crisis)	70	-10,59	67,42	5,52	7,80

* Extreme uitschieters weggelaten

Tabel 11

Analyse interest coverage ratio (financiële crisis)

Jaar	N	<1	1	>1
2006 (pre-crisis)	70	13	0	57
2007 (crisis)	70	11	0	59
2008 (crisis)	70	15	0	55
2009 (post-crisis)	70	17	0	53

De beschrijvende analyse van de interest coverage ratio tijdens de financiële crisis is uitgevoerd op basis van bovenstaande twee tabellen. Hieruit blijkt dat er in elk van de onderzochte jaren minstens één familiebedrijf was dat niet in staat was zijn renteverplichtingen te voldoen met de operationele winst. In het bijzonder in 2008, midden in de financiële crisis, was er een bedrijf met een ratio van -1308,03, wat te danken was aan hoge rentelasten en een geleden verlies. Anderzijds, in 2006, was er een bedrijf dat zijn rentelasten maar liefst 4666 keer kon dekken, de reden hiervoor was een zeer lage kost van schulden dat jaar. Bij het beoordelen van het gemiddelde over de jaren heen, is er wegens een kleine steekproef populatie bewust gekozen om extreme waarden buiten beschouwing te laten om zo een nauwkeuriger beeld van de populatie te krijgen. Dit resulteerde in een zichtbare dalende trend in de ratio's, wat kan wijzen op financiële uitdagingen voor familiebedrijven of een toename van schulden tijdens de crisisperiode. De tweede tabel, die de verdeling van de ratio's toont dat de meerderheid van de familiebedrijven een ratio van meer dan 1 had, wat aangeeft dat ze hun rentelasten over het algemeen comfortabel konden dekken.

Tabel 12

Analyse dividend payout ratio (financiële crisis)

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2006 (pre-crisis)	70	0%	100%	0%*	15%
2007 (crisis)	70	0%	428%	7%*	15%
2008 (crisis)	70	0%	75%	4%*	12%
2009 (post-crisis)	70	0%	77%	5%*	14%*

* Extreme uitschieters weggelaten

Tabel 13

Analyse dividend payout ratio (financiële crisis)

Jaar	N	Geen dividenduitkering	Wel dividenduitkering	%
2006 (pre-crisis)	70	50	20	71%
2007 (crisis)	70	53	17	76%
2008 (crisis)	70	52	18	74%
2009 (post-crisis)	70	45	25	64%

In onze laatste analyse van de financiële crisis bestuderen we de tabellen over de dividend payout ratio. Hieruit blijkt dat de laagste dividenduitkering elk jaar op nul staat, wat aangeeft dat er telkens familiebedrijven zijn die geen dividend uitkeren. Bij het onderzoeken van de hoogste

dividenduitkeringen valt op dat deze jaarlijks minimaal 75 procent van de nettowinst bedragen, met een uitschieter in 2007 waar dit percentage tot 428 procent steeg. Een diepere analyse van het betreffende bedrijf onthulde dat deze hoge uitkering slechts 15 procent van de aanzienlijke reserves van het bedrijf was, wat een vertekend beeld kan geven. Om een accurater gemiddelde te berekenen, zijn de extreme waarden daarom ook hier uitgesloten. Uit het gemiddelde en de standaardafwijking blijkt dat het percentage dicht bij 0 procent blijft, wat suggereert dat een groot deel van de onderzochte bedrijven weinig tot geen dividend uitkeert. Tabel 13 bevestigt deze bevinding en toont consistent aan dat de meerderheid van de familiebedrijven jaarlijks geen dividend uitkeert.

Vervolgens voeren we dezelfde analyses uit met betrekking tot de Eurozone schulden crisis die zich afspeelde van 2010 tot 2014 waarbij 2009 en 2015 als vergelijkende periodes worden genomen.

Tabel 14

Analyse schuldgraad (Eurozone schulden crisis)

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2009 (pre-crisis)	70	5%	100%	62%	22%
2010 (crisis)	70	6%	94%	59%	22%
2011 (crisis)	70	7%	105%	61%	20%
2014 (crisis)	70	5%	119%	55%	25%
2015 (post-crisis)	70	4%	106%	60%	24%

Tabel 15

Analyse schuldgraad (Eurozone schulden crisis)

Jaar	N	<50%	50-70%	>70%
2009 (pre-crisis)	70	22	31	17
2010 (crisis)	70	23	29	18
2011 (crisis)	70	26	28	16
2014 (crisis)	70	24	27	19
2015 (post-crisis)	70	28	27	15

Bij het observeren van de schuldgraad valt een constante minimumwaarde op, met 2015 als jaar waarin de laagste waarde wordt genoteerd. Het jaar 2014 springt eruit met een maximumschuldgraad van 119 procent, wat aangeeft dat een bedrijf tijdens dat jaar meer schulden had dan zijn totale vermogen. Wat betreft het gemiddelde is er een neerwaartse trend zichtbaar, die in 2015 weer een opwaartse beweging maakt. Hoewel er een daling is in de gemiddelde schuldgraad, blijft deze over de jaren heen vrij consistent, waarbij 2015 als afwijking beschouwd kan worden. De standaarddeviatie toont een stabiel patroon, variërend tussen de 20 en 25 procent, wat suggereert dat de schuldgraad van de meeste bedrijven binnen een bepaald bereik blijft. De tweede tabel versterkt dit beeld door te laten zien dat de meerderheid van de bedrijven elk jaar een schuldgraad heeft die binnen de eerste twee categorieën valt, duidend op een over het algemeen gezonde financiële positie tijdens de Eurozone schulden crisis periode.

Tabel 16

Analyse interest coverage ratio (Eurozone schulden crisis)

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2009 (pre-crisis)	70	-10,59	67,42	5,52	7,82
2010 (crisis)	70	-49,80	59,46	8,40	14,62
2011 (crisis)	70	-53,87	48,12	7,61	8,43
2014 (crisis)	70	-15,67	1230,64	7,11*	12,43*
2015 (post-crisis)	70	-23,51	582,78	8,48*	13,85*

* Extreme uitschieters weggelaten

Tabel 17

Analyse interest coverage ratio (Eurozone schulden crisis)

Jaar	N	<1	1	>1
2009 (pre-crisis)	70	17	0	53
2010 (crisis)	70	14	2	54
2011 (crisis)	70	15	1	54
2014 (crisis)	70	11	1	58
2015 (post-crisis)	70	17	1	52

Bij het bestuderen van de interest coverage ratio gedurende de Eurozone schulden crisis zien we in 2014 en 2015 opvallend hoge maximumwaarden, wat erop wijst dat sommige bedrijven een zeer lage rentelast hadden in vergelijking met hun operationele winst. Vanwege de extremiteit van deze waarden en de kleine steekproef populatie zijn ze niet meegenomen in de berekeningen van het gemiddelde en de standaarddeviatie. Het gemiddelde van de interest coverage ratio toont enige variatie over de jaren, maar ligt doorgaans tussen de 5 en 9. Dit geeft aan dat de meeste bedrijven hun rentelasten konden dekken met hun operationele winst. De standaarddeviatie in 2010 is opmerkelijk, wat suggereert dat er dat jaar een grotere variabiliteit was in de ratio's tussen de bedrijven. Tabel 17 verduidelijkt dat de meerderheid van de bedrijven in elk jaar een ratio had van meer dan 1, wat betekent dat ze hun rentelasten gemakkelijk konden dekken met hun operationele winst. Het aantal bedrijven met een ratio van minder dan 1, wat kan duiden op financiële moeilijkheden, bleef over de jaren heen vrij consistent.

Tabel 18

Analyse dividend payout ratio (Eurozone schulden crisis)

Jaar	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaarddeviatie
2009 (pre-crisis)	70	0%	77%	7%*	4%*
2010 (crisis)	70	0%	1084%	6%*	14%*
2011 (crisis)	70	0%	84%	8%*	7%*
2014 (crisis)	70	0%	609%	11%*	16%*
2015 (post-crisis)	70	0%	488%	9%*	15%*

* Extreme uitschieters weggelaten

Tabel 19

Analyse dividend payout ratio (Eurozone schuldencrisis)

Jaar	N	Geen dividenduitkering	Wel dividenduitkering	%
2009 (pre-crisis)	70	45	25	64%
2010 (crisis)	70	41	29	59%
2011 (crisis)	70	46	24	66%
2014 (crisis)	70	38	32	54%
2015 (post-crisis)	70	42	28	60%

Bij het onderzoeken van de dividend payout ratio tijdens de Eurozone schuldencrisis, gepresenteerd in Tabel 18, valt op dat de minimumwaarde elk jaar 0 procent is. Dit wijst erop dat er jaarlijks bedrijven waren die geen dividend uitkeerden, en dat tijdens de crisis geen enkel verlieslatend bedrijf een dividend uitkeerde. Er zijn echter opmerkelijke pieken in de maximumwaarden. In 2010, 2014 en 2015 liepen de ratio's op tot respectievelijk 1084 procent, 609 procent en 488 procent. Dit suggereert dat enkele bedrijven een groot deel of meer van hun totale winst als dividend uitkeerden. Deze uitzonderlijke waarden zijn niet meegenomen in de berekening van het gemiddelde en de standaarddeviatie. Het gemiddelde van de dividend payout ratio varieerde tussen 6 en 11 procent over de jaren. De standaarddeviatie vertoonde enige fluctuatie, wat wijst op verschillen in het dividendbeleid van de bedrijven. Tabel 19 laat zien dat in de onderzochte jaren de meerderheid van de bedrijven, variërend van 54 tot 66 procent, ervoor koos om geen dividend uit te keren.

4.2 Toetsen hypothesen

Om onze hypothesen te toetsen wordt er gebruik gemaakt van One-Way ANOVA-analyses, pairwise vergelijkingen en Cohens'd waarden. Dit zijn statistische manieren om na te gaan of er potentieel significante verschillen zijn tussen de variabelen. Om de bevindingen verder te valideren en de robuustheid van de resultaten te verzekeren, is aanvullend een non-parametrische Mann-Whitney U-test uitgevoerd.

Tabel 20

F-test ANOVA (boekjaar = factor)	F	Significantie
Algemene schuldgraad	1,763	0,134
Interest Coverage Ratio (ICR)	0,139	0,968
Dividend Payout Ratio	0,765	0,548

4.2.1 Bestuderen hypothese 1

Hypothese 1: In economisch stabiele omstandigheden hebben familiebedrijven een lage schuldgraad in vergelijking met familiebedrijven tijdens economisch onzekere omstandigheden.

Tabel 21

Resultaten Pairwise en Cohen's d (Algemene schuldgraad Covid-19 pandemie)

		2018 (Pre-Crisis)	2019 (Pre-Crisis)	2020 (Crisis)	2021 (Crisis)	2022 (Crisis)
2018 (Pre-Crisis)	Mean Difference (Schuldgraad)	0	-3,183	-5,134	-6,732	-11,022*
	Sig ^b (Schuldgraad)	0	0,467	0,240	0,124	0,012
	Cohen's d (Schuldgraad)	0	-0,086	-0,115	-0,174	-0,242
2019 (Pre-Crisis)	Mean Difference (Schuldgraad)	3,183	0	-1,950	-3,549	-7,839
	Sig ^b (Schuldgraad)	0,467	0	0,656	0,417	0,073
	Cohen's d (Schuldgraad)	0,086	0	-0,043	-0,089	-0,169
2020 (Crisis)	Mean Difference (Schuldgraad)	5,134	1,950	0	-1,599	-5,889
	Sig ^b (Schuldgraad)	0,240	0,656	0	0,715	0,178
	Cohen's d (Schuldgraad)	0,115	0,043	0	-0,034	-0,111
2021 (Crisis)	Mean Difference (Schuldgraad)	6,732	3,549	1,599	0	-4,290
	Sig ^b (Schuldgraad)	0,124	0,417	0,715	0	0,327
	Cohen's d (Schuldgraad)	0,174	0,089	0,034	0	-0,090
2022 (Crisis)	Mean Difference (Schuldgraad)	11,022*	7,839	5,889	4,290	0
	Sig ^b (Schuldgraad)	0,012	0,073	0,178	0,327	0
	Cohen's d (Schuldgraad)	0,242	0,169	0,111	0,090	0

* Het gemiddelde verschil is significant op het 0.05 niveau.

^b Aanpassing voor meervoudige vergelijkingen: Minst Significante Verschil (equivalent aan geen aanpassingen).

Om de mate van verandering in de schuldgraad van familiebedrijven gedurende de Covid-19 pandemie in kaart te brengen, is er eerst een One-Way ANOVA (tabel 20) toegepast. Uit deze

analyse blijkt dat er geen statistisch significante verschillen zijn overheen de periode 2018 tot en met 2022, met een p-waarde van 0,134. Dit impliceert dat, hoewel individuele jaren variaties kunnen vertonen, de algemene schuldgraad, wanneer alle boekjaren gezamenlijk worden beschouwd, consistent is gebleven. Bijgevolg kan hypothese 1 niet aangenomen of verworpen worden. Er is geen voldoende bewijs gevonden dat de schuldgraad van familiebedrijven in economisch stabiele omstandigheden verschilt ten opzichte van economisch onzekere omstandigheden.

Niettemin onthult een meer gedetailleerde vergelijking (tabel 21), tussen de periode pre-crisis en crisis, een merkwaardige uitschieter: de schuldgraad in 2022 (crisis) is significant toegenomen ten opzichte van 2018 (pre-crisis), met een *mean difference* van 11,022. Dit significante verschil wordt statistisch ondersteund door een p-waarde van 0,012. De bijbehorende Cohen's d waarde van 0,242 wijst op een gemiddelde effectgrootte, volgens de normen gesteld door Cohen (2013), wat betekent dat de verandering substantieel genoeg is om op te merken, maar niet zo groot dat het wijst op een volledige omslag in de financiële structuur van een familiebedrijf. Deze observatie zou kunnen suggereren dat hypothese 1 bevestigd wordt. Opmerkelijk is dat bij andere individuele vergelijkingen, tussen de boekjaren van pre-crisis en crisis, geen significante verschillen worden waargenomen. De analyse tussen 2019 (pre-crisis) en 2022 (crisis) komt nog het dichtstbij een verschil op het 0,05 niveau, met een *mean difference* van 7,839 en een p-waarde van 0,073. Ook een verdere analyse van de effectgrootte tussen de periodes vóór en tijdens de crisis tonen aan dat de effectgrootte bij de overige boekjaren klein is, wat duidt op minimale fluctuaties in de schuldgraad tussen de vergelijkende jaren. Uit het voorzichtigheidsprincipe wordt er gesteund op de p-waarde van 0,134, resulterend uit de ANOVA analyse (tabel 20) aangezien hier ook rekening wordt gehouden met de andere pre-crisis en crisis boekjaren van de familiebedrijven. Daarom blijft de conclusie staan dat er onvoldoende bewijs is om hypothese 1 aan te nemen of te verwerpen.

Om de bevindingen verder te valideren en de robuustheid van de resultaten te verzekeren, is aanvullend een non-parametrische Mann-Whitney U-test uitgevoerd. Deze test heeft geen afwijkende resultaten opgeleverd ten opzichte van de ANOVA, wat wijst op consistente bevindingen over de onderzochte periodes. Uit additionele analyses gedurende de financiële crisis en eurozone schulden crisis zijn geen significante resultaten waargenomen waardoor er op basis van die gegevens niks geconcludeerd mag worden.

4.2.2 Bestuderen hypothese 2

Hypothese 2: In economisch stabiele omstandigheden hebben familiebedrijven een hogere interest coverage ratio in vergelijking met familiebedrijven tijdens economisch onzekere omstandigheden.

Tabel 22

Resultaten Pairwise en Cohen's d (ICR Covid-19 pandemie)

		2018 (Pre-Crisis)	2019 (Pre-Crisis)	2020 (Crisis)	2021 (Crisis)	2022 (Crisis)
2018 (Pre-Crisis)	Mean Difference (ICR)	0	-0,102	5,754	-0,990	-0,820
	Sig ^a (ICR)	0	0,992	0,591	0,926	0,939
	Cohen's d (ICR)	0	-0,001	0,042	-0,012	-0,009
2019 (Pre-Crisis)	Mean Difference (ICR)	0,102	0	5,856	-0,889	-0,719
	Sig ^a (ICR)	0,992	0	0,584	0,934	0,992
	Cohen's d (ICR)	0,001	0	0,044	-0,011	-0,008
2020 (Crisis)	Mean Difference (ICR)	-5,754	-5,856	0	-6,745	-6,575
	Sig ^a (ICR)	0,591	0,584	0	0,528	0,539
	Cohen's d (ICR)	0,042	-0,044	0	-0,051	-0,047
2021 (Crisis)	Mean Difference (ICR)	0,990	0,889	6,745	0	0,170
	Sig ^a (ICR)	0,926	0,934	0,528	0	0,987
	Cohen's d (ICR)	0,012	0,011	0,051	0	0,002
2022 (Crisis)	Mean Difference (ICR)	0,820	0,719	6,575	-0,170	0
	Sig ^a (ICR)	0,939	0,992	0,539	0,987	0
	Cohen's d (ICR)	0,009	0,008	0,047	0,002	0

a Aanpassing voor meervoudige vergelijkingen: Minst Significante Verschil (equivalent aan geen aanpassingen).

Om de invloed van de Covid-19 pandemie op de interest coverage ratio (ICR) van familiebedrijven te beoordelen, werd gebruik gemaakt van een One-Way ANOVA (tabel 20). Het resultaat van deze statistische toets, die het verschil in ICR tussen de periode 2018 tot en met 2022 beoordeelt, levert een p-waarde op van 0,968. Dit duidt op een gebrek aan bewijs om te concluderen dat er statistisch significante verschillen bestaan, uitgaande van de standaard significantiedrempel van 0,05. Ondanks dat het suggereert dat de ICR gedurende de onderzochte periode constant is gebleven kan er geen bewijs gevonden worden voor hypothese 2, bijgevolg kan deze dus ook niet aangenomen of verworpen worden.

De individuele paarvergelijkingen (tabel 22) bevestigen dit beeld van stabiliteit. De meeste p-waarden liggen ruim boven de drempel van 0,05. Dit geeft aan dat de waargenomen verschillen in de ICR tussen de vergelijkende jaren, voorafgaand en gedurende de Covid-19 pandemie, niet significant zijn. Bijvoorbeeld, de verandering in ICR van 2018 (pre-crisis) naar 2021 (crisis) toont een mean difference van -0,990 met een p-waarde van 0,926, wat aangeeft dat het verschil niet betekenisvol is. Bovendien zijn de Cohen's d waarden in de tabel, die de effectgrootte van de verschillen aanduiden, zeer klein.

De additionele non-parametrische Mann-Whitney U-test levert geen nieuwe inzichten op. Ook de analyse van perioden getroffen door financiële crisis en de Eurozoneschulden crisis tonen geen significante bevindingen.

4.2.3 Bestuderen Hypothese 3

Hypothese 3: In economisch onzekere omstandigheden blijft het beleid van dividenduitkering van familiebedrijven ongewijzigd ten opzichte van economisch stabiele omstandigheden.

Tabel 23

Resultaten Pairwise en Cohen's d (Dividend Payout ratio Covid-19 pandemie)

		2018 (Pre-Crisis)	2019 (Pre-Crisis)	2020 (Crisis)	2021 (Crisis)	2022 (Crisis)
2018 (Pre-Crisis)	Mean Difference (Dividend payout ratio)	0	-1,073	85,262	-4,054	3,145
	Sig ^a (Dividend payout ratio)	0	0,986	0,170	0,948	0,960
	Cohen's d (Dividend payout ratio)	0	-0,007	0,086	-0,032	0,023
2019 (Pre-Crisis)	Mean Difference (Dividend payout ratio)	1,073	0	86,336	-2,980	4,219
	Sig ^a (Dividend payout ratio)	0,986	0	0,165	0,962	0,946
	Cohen's d (Dividend payout ratio)	0,007	0	0,087	-0,025	0,033
2020 (Crisis)	Mean Difference (Dividend payout ratio)	-85,262	-86,336	0	-89,316	-82,117
	Sig ^a (Dividend payout ratio)	0,170	0,165	0	0,151	0,187
	Cohen's d (Dividend payout ratio)	-0,086	-0,087	0	-0,090	-0,083
2021 (Crisis)	Mean Difference (Dividend payout ratio)	4,054	2,980	89,316	0	7,199
	Sig ^a (Dividend payout ratio)	0,948	0,962	0,151	0	0,908
	Cohen's d (Dividend payout ratio)	0,032	0,025	0,090	0	0,078
2022 (Crisis)	Mean Difference (Dividend payout ratio)	-3,145	-4,219	82,117	-7,199	0
	Sig ^a (Dividend payout ratio)	0,960	0,946	0,187	0,908	0
	Cohen's d (Dividend payout ratio)	-0,023	-0,033	0,083	-0,078	0

a Aanpassing voor meervoudige vergelijkingen: Minst Significante Verschil (equivalent aan geen aanpassingen).

We zullen Hypothese 3 eveneens onderzoeken via een statistische analyse, waarbij we deze als nulhypothese (H0) behandelen doordat onze hypothese niet van een verandering uitgaat. We zullen ons daarom inspannen om de alternatieve hypothese (H1), die stelt dat er veranderingen zijn in het dividenduitkeringsbeleid van familiebedrijven onder verschillende economische omstandigheden, aan te nemen. Door te zoeken naar onvoldoende bewijs om H1 te ondersteunen, beogen we aan te tonen dat er geen significante verschillen zijn. Als de resultaten van onze statistische analyse niet significant zijn, betekent dit dat we de alternatieve hypothese verwerpen en bij de nulhypothese (H0) blijven, die suggereert dat er geen veranderingen in het dividendbeleid zijn.

Uit de One-way ANOVA, gericht op het vergelijken van de dividend payout ratio van familiebedrijven doorheen de Covid-19 pandemie, blijkt dat er met een p-waarde van 0,548 geen significant bewijs is om de alternatieve hypothese (H1) aan te nemen. Daardoor blijven we bij de nulhypothese, echter betekent dit niet dat de derde hypothese kan worden aangenomen. Het wijst enkel op een gebrek aan statistisch significant bewijs dat de hypothese tegensprekt.

Bij nadere analyse van de frequentie waarmee dividenden worden uitgekeerd, is gebleken dat de meeste familiebedrijven in onze steekproef ervoor kiezen om geen dividend uit te keren, onafhankelijk van de economische omstandigheden. In bovenstaande tabel valt vooral de periode 2020 weer fel op, hier werd bij de beschrijving van de basisstatistieken dieper op ingegaan en is te verklaren door twee extreme uitschieters. Ondanks dat het een vertekend beeld weergeeft van de populatie worden er geen significante verschillen vastgesteld.

Tot slot is de non-parametrische Mann-Whitney U-test toegepast, die geen aanname maakt over de normale verdeling van de data en daardoor minder beïnvloed wordt door uitschieters. Ook deze test leverde geen nieuwe inzichten.

Discussie

4.3 Bespreking resultaten en theoretische implicaties

Voor zover bekend, is deze masterproef het eerste onderzoek dat de verandering in financieringsstructuur van familiebedrijven gedurende een economische recessie nagaat in Belgische context. Familiebedrijven vormen een cruciale basis van onze economie. Toch blijft het voor familiebedrijven een uitdaging om voldoende en gepaste financieringsbronnen te vinden om hun bedrijfsactiva te financieren (Michiels, 2018). Bovendien worden ze ook geconfronteerd met het weerstaan van onverwachte wereldwijde economische crises, zoals de recente Covid-19 pandemie, wat het vinden van de gepaste financieringsstructuur alleen maar bemoeilijkt. Daarom was het interessant om te onderzoeken of familiebedrijven hun financieringscyclus tijdens economisch onzekere omstandigheden veranderen om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren.

In het eerste deel van de masterproef werd vanuit de literatuur een beter beeld geschetst van de mogelijke financieringsbronnen en hoe de financieringsstructuur van familiebedrijven eruitziet in tijden van economische stabiliteit. De financieringsbronnen kunnen worden onderverdeeld in twee hoofdcategorieën: interne financiering en externe financiering (Jansen et al., 2022). Volgens de Pecking-order theorie is interne financiering voor familiebedrijven het eerste aanspreekpunt aangezien de voordelen van deze financieringsvorm het best aansluiten met familiale belangen die benoemd zijn door Gomez Mejia et al. (2007) in het Socioemotional Wealth perspectief. De voornaamste voordelen hierbij zijn het behoud van controle en onafhankelijkheid (Nassr en Wehinger, 2016).

Empirisch onderzoek van een dataset van 210 familiebedrijven, gericht op de basisstatistieken van de algemene schuldgraad, wat een procentuele verhouding weergeeft tussen het vreemd vermogen en het totaal vermogen, suggereert dat de financieringsstructuur voornamelijk bestond uit interne financieringsbronnen. Hoewel hierover geen statistisch significante uitspraak kan worden gedaan, bleek dat voor de jaren pre-crisis, 2018 en 2019, meer dan 50 procent van de populatie een algemene schuldgraad had die onder of tussen de optimale schuldgraad van 60- en 70 procent lag, zoals aangegeven door Van Den Brande en Claessens (z.d.).

In het tweede deel van de masterproef werd onderzocht of er een verschil is tussen de financieringsstructuur van familiebedrijven tijdens economisch stabiele omstandigheden en economisch onzekere omstandigheden. Hiervoor werden, op basis van wetenschappelijk onderzoek, drie verschillende hypotheses geformuleerd.

De eerste en tweede hypothese richten zich op het onderzoek naar een verschuiving van de financieringsstructuur naar meer vreemd vermogen gedurende een economische recessie. Volgens een studie van Vo et al. (2022) werd tijdens de uitbraak van Covid-19 een stijgende trend in de schuldgraad vastgesteld. Een onderzoek van Vangronsveld en De Vos (2021) concludeerde dat bedrijven, ondanks de economische uitdagingen, trachtten hun personeel niet te ontslaan maar in plaats daarvan zochten naar alternatieve oplossingen. Dit lijkt in lijn te zijn met de principes van de Social Identity Theorie, uiteengezet door Tajfel en Turner (1985). De waargenomen stijgende trend

in schuldgraad uit de studie van Vo et al. (2022) suggereert dat bedrijven tijdens een crisis vaker te maken krijgen met rentelasten. Dit inzicht, samen met de bevinding van He en Ye (2021) dat bedrijven met een lagere schuldgraad meer flexibiliteit hebben in crisistijden, leidt tot de overweging dat een toename in schuld kan resulteren in een lagere interest coverage ratio (ICR). Een lagere ICR duidt op meer moeilijkheden om terugbetalingsverplichtingen na te komen (Van Den Brande & Claessens, n.d.). In onze eerste twee hypothesen gaan we ervan uit dat bovenstaande trends van toenemende schuldfinanciering tijdens een crisis ook van toepassing zijn op familiebedrijven met als gevolg dat er in de financieringsstructuur een wijziging naar meer vreemd vermogen kan plaatsvinden.

Ondanks overtuigende studies en theorieën, die wijzen op meer vreemd vermogen tijdens een crisis in de financieringsstructuur van familiebedrijven, heeft de analyse van onze dataset van 210 familiebedrijven geen statistisch significante verschuiving naar meer vreemd vermogen in de periode voorafgaand aan en tijdens een crisis opgeleverd. Daardoor kunnen hypothese 1 en 2, die betrekking hebben op deze veronderstelde verschuiving, noch bevestigd noch verworpen worden. Het is opmerkelijk dat een individuele analyse tussen het boekjaar 2018, gezien als pre-crisis, en het boekjaar 2022, beschouwd als tijdens de crisis, een significante stijging van de schuldgraad laat zien. Er worden echter bij andere individuele vergelijkingen tussen de pre-crisis en crisis boekjaren geen significante verschillen geconstateerd. Vanuit een voorzichtigheidsoverweging steunen we op de analyse over de gehele pandemieperiode, waarin rekening wordt gehouden met alle pre-crisis en crisis boekjaren. Daarom blijft de conclusie staan dat er onvoldoende bewijs is om hypothese 1 en 2 aan te nemen of te verwerpen.

De bevindingen van Vo et al. (2022) en He en Ye (2021) kunnen in dit onderzoek dus niet nagebootst worden. Aangezien ons onderzoek zich specifiek richt op familiebedrijven kunnen onze resultaten mogelijks verklaard worden door hun unieke kenmerken. Zo hebben familiebedrijven vaak unieke en complexe financieringsstructuren, mede door hun diepgewortelde waarden en tradities (Chrisman et al., 2005). Deze bijzondere structuren zijn mede het gevolg van het belang dat familiebedrijven hechten aan hun familiedynastie. Zowel financiële als niet-financiële overwegingen zijn hierbij van cruciaal belang (Michiels & Molly, 2017). Ook het Socioemotional Wealth (SEW) perspectief (Gomez Mejia et al., 2007) kan enigszins een verklaring bieden. Dit perspectief geeft weer dat familiebedrijven veel waarde hechten aan controle, het aan gaan van te veel schulden kunnen leiden tot meer invloed van externe stakeholders, wat de familiecontrole kan verminderen (Michiels & Molly, 2017).

Verder onderzochten we met onze derde hypothese of het dividenduitkeringsbeleid van familiebedrijven consistent blijft gedurende economische stabiele periodes en economisch onzekere periodes. Uit de literatuur blijkt dat familiebedrijven in stabiele omstandigheden vaak een laag dividenduitkeringsbeleid hanteren. Een belangrijke reden hiervoor is dat familiebedrijven vaak een aanzienlijk deel van hun winsten herinvesteren in het bedrijf en opslaan als reserves (Michiels, 2018). Uit onderzoek van Erkens et al. (2012), uitgevoerd tijdens de financiële crisis, blijkt dat aandeelhouders meer belang zijn gaan hechten aan financiële openheid, wat bedrijven aanzet tot een snellere erkenning van verliezen. Dit kan een direct effect hebben op het dividendbeleid, waarbij bedrijven mogelijk voorzichtiger worden met het uitkeren van dividenden om hun financiële positie

te versterken. In perioden van economische onzekerheid, wanneer de winsten naar verwachting een stuk lager uitvallen, gaan familiebedrijven hun dividenduitkeringsbeleid hoogstwaarschijnlijk niet aanpassen. Indien er winsten zijn, is het waarschijnlijker dat deze worden toegevoegd aan de reserves of worden ingezet voor operationele doeleinden. In onze derde hypothese veronderstellen we dan ook dat het beleid van dividenduitkering van familiebedrijven ongewijzigd blijft ondanks de economische situatie.

Ook hier is op basis van ons empirisch onderzoek geen significante vaststelling mogelijk. Bovendien is er wel onvoldoende bewijs om de alternatieve hypothese, waarin ervan uit werd gegaan dat er een wijziging in het dividenduitkeringsbeleid zou zijn, aan te nemen. Met als gevolg dat we bij de nulhypothese blijven. Bovendien zagen we ook in een frequentie-analyse dat de meeste familiebedrijven in onze steekproef ervoor kiezen om geen dividend uit te keren, onafhankelijk van de economische omstandigheden.

Deze masterproef heeft een aantal praktische implicaties. Eerst en vooral kunnen onze resultaten voor familiebedrijven cruciale inzichten geven in hoe hun financieringsstructuur reageert tijdens crises, wat hen kan helpen bij het plannen van robuustere financiële strategieën voor toekomstige onzekerheden. Tegelijkertijd biedt het banken en overheidsinstanties waardevolle informatie over de financiële veerkracht en behoeften van familiebedrijven in crisistijden, wat essentieel is voor het vormgeven van een effectief kredietbeleid en ondersteunende maatregelen.

4.4 Beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek

Net zoals bij elk wetenschappelijk onderzoek, kent ook deze masterproef enkele beperkingen. Een eerste significante beperking betreft de methodologie van de dataverzameling om familiebedrijven te identificeren. De gehanteerde filters waren:

- De naam van één van de bestuurders maakt deel uit van de naam van de onderneming
- De onderneming bestaat uit meer dan één bestuurder en minstens twee van hen hebben dezelfde achternaam
- Een van de bestuurders woont op hetzelfde adres als de onderneming
- Twee bestuurders wonen op hetzelfde adres

Hoewel deze criteria nuttig zijn voor het identificeren van mogelijke familiebedrijven, brengen ze ook beperkingen met zich mee. Deze aanpak kan leiden tot een simplificatie van wat een familiebedrijf definieert en houdt geen rekening met de heterogeniteit binnen familiebedrijven. Zoals Chua, Chrisman, Steier & Rau (2012) aangeven, beschouwen dergelijke criteria familiebedrijven vaak als een homogene groep, terwijl er in werkelijkheid aanzienlijke variatie bestaat in hoe familiebedrijven worden geleid en georganiseerd. Op basis van de gehanteerde filters zouden sommige bedrijven ten onrechte als familiebedrijf kunnen worden geclassificeerd (Chua, Chrisman & Sharma, 1999). Er kan dus niet met zekerheid uitgesloten worden dat er geen niet-familiebedrijven als zijnde een familiebedrijf opgenomen werd.

Daarnaast moet worden opgemerkt dat de selectie van de steekproef uitsluitend heeft plaatsgevonden onder Belgische familiebedrijven die alle benodigde gegevens hebben verstrekt. Deze selectiecriteria kunnen potentiële vertekeningen veroorzaken, zo zijn familiebedrijven die bezig

zijn met een faillissement of in een van de geanalyseerde jaren faillissement gekregen hebben niet aanwezig in de data.

Verder is het ook belangrijk om te overwegen dat COVID-19 eind 2019 al wereldwijd circuleerde. In ons onderzoek wordt het boekjaar 2019 beschouwd als pre-crisis. Het is echter mogelijk dat bedrijven tegen het einde van dat jaar reeds effecten van de opkomende crisis waarnamen, wat betekent dat de gegevens van 2019 voor sommige bedrijven een vertekend beeld van de pre-crisissituatie kunnen geven. Het is eveneens cruciaal om een kritische blik te werpen op de data van het boekjaar 2022. Naast de mogelijke invloed van de Covid-19 pandemie, kan de impact van dit jaar ook deels worden toegeschreven aan het conflict tussen Rusland en Oekraïne.

Tenslotte dient nadrukkelijk te worden vermeld dat de resultaten uitsluitend van toepassing zijn op Belgische familiebedrijven en niet generaliseerbaar zijn naar andere geografische regio's of bedrijfsomgevingen. Daarnaast ligt de focus van ons onderzoek voornamelijk op data van de periode 2018 tot en met 2022. Hoewel eerdere crises, zoals de financiële crisis van 2007-2008 en de Eurozone schuldencrisis tussen 2010 en 2014, ook zijn onderzocht, is de omvang van de beschikbare populatie uit deze eerdere perioden te beperkt om betrouwbare en zelfstandige conclusies uit te trekken. Daarom dienen deze eerdere crises vooral als ondersteunend bewijs, wat ons helpt om te beoordelen of de waargenomen trends consistent zijn doorheen verschillende economische omstandigheden. Dit impliceert dat de gegevens en conclusies mogelijk niet van toepassing zijn op voorgaande of daaropvolgende jaren.

Deze masterproef kan aanleiding geven tot uitgebreider onderzoek dat representatief is voor zowel de financiële crises als de Eurozone schuldencrisis. Dit onderzoek zou bovendien herhaald kunnen worden buiten de Belgische context of in een latere periode. Hierdoor kan eveneens rekening gehouden worden met de invloeden van het huidige conflict tussen Rusland en Oekraïne. Dit zou mogelijks andere conclusies kunnen opleveren. Nog een suggestie voor toekomstig onderzoek zou zijn om te focussen op het verkennen van de redenen achter financieringsbeslissingen van familiebedrijven, tijdens perioden van economische onzekerheid. Het zou interessant zijn om te onderzoeken hoe deze bedrijven de afweging maken tussen het behouden van familiecontrole en het aantrekken van externe financiering in reactie op veranderende economische omstandigheden. Ook met de andere besproken tekortkomingen kan best rekening gehouden worden in toekomstig onderzoek naar eventuele verschillen in de financieringsstructuur van familiebedrijven tussen perioden van economische stabiliteit en onzekerheid.

4.5 Antwoord centrale onderzoeksvraag

Binnen dit onderdeel zal er een antwoord gegeven worden op de centrale onderzoeksvraag waarbij het antwoord gebaseerd is op de resultaten gevonden uit de literatuur en op de resultaten voortkomend uit het empirisch onderzoek.

Op basis van de uitgevoerde analyse in dit onderzoek rond de centrale deelvraag: 'Veranderen familiebedrijven hun financieringsstructuur gedurende een crisis om de continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren?', kunnen we concluderen dat de financieringsstructuur van familiebedrijven tijdens de Covid-19 pandemie geen significante veranderingen heeft ondergaan. Dit

blijkt uit de resultaten van zowel de One-Way ANOVA-analyse als de non-parametrische Mann-Whitney U-test, die consistent waren en geen significante afwijkingen vertoonden.

De literatuur benadrukt vaak dat familiebedrijven de neiging hebben om zich te richten op interne financiering en minder geneigd zijn tot externe financiering (Michiels, 2018). Onze empirische bevindingen bevestigen dit. Ondanks enkele opmerkelijke schommelingen, zoals een significante stijging van de schuldgraad tussen 2018 en 2022, blijven deze veranderingen binnen de marges van wat als normale bedrijfsvoering kan worden beschouwd. Het is belangrijk om te vermelden dat deze stijging in schuldgraad, hoewel statistisch significant in een individuele jaarlijkse vergelijking, niet voldoende is om de algehele hypothese van een significante verschuiving in financieringsstructuur tijdens een crisis te ondersteunen.

Bovendien wijst onze analyse van de dividenduitkeringsratio erop dat het merendeel van de familiebedrijven in de steekproef ervoor koos om geen dividend uit te keren, onafhankelijk van de economische situatie. Dit ondersteunt de literatuur die aangeeft dat familiebedrijven vaak hun winsten herinvesteren of als reserves behouden (Michiels, 2018).

Het beeld dat uit deze studie naar voren komt, is dat familiebedrijven in België hun financieringsstructuur gedurende de Covid-19 pandemie overwegend constant hebben gehouden. Dit suggereert een voorkeur voor stabiliteit en langetermijnplanning, wat in lijn is met het karakter van familiebedrijven. De conclusie is dan ook dat er op basis van de verzamelde data geen substantiële aanwijzingen zijn dat Belgische familiebedrijven hun financieringsstructuur significant aanpassen tijdens economische crises zoals Covid-19, om continuïteit te verzekeren en bedrijfsgroei te stimuleren.

5 Lijst van geraadpleegde werken

- Block, J. (2010). Family Management, Family Ownership, and Downsizing: Evidence from S&P 500 Firms. *Family Business Review*, 23(2), 109–130. <https://doi.org/10.1177/089448651002300202>
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77–100. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.77>
- Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R., & Heugens, P. P. M. A. R. (2015). What do we know about Private Family Firms? A Meta-Analytical Review. *ENTREPRENEURSHIP THEORY and PRACTICE*, 515-540.
- 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.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 555-576.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19–39. <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>
- 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>
- Coppens, B., Piton, C., & Warisse, C. (2021, oktober). De Belgische economie in de nasleep van de COVID-19-schok. Nbb.be. Geraadpleegd op 16 augustus 2023, van <https://www.nbb.be/nl/ariels/de-belgische-economie-de-nasleep-van-de-covid-19-schok>
- Cohen, J. (2013). *Statistical power analysis for the behavioral sciences*. Academic press.
- Danso, A. and Adomako, S. (2014), "The financing behaviour of firms and financial crisis", *Managerial Finance*, Vol. 40 No. 12, pp. 1159-1174. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2014-0098>
- Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389–411. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.01.005>
- Eugster, N., Isakov, D., Ducret, R., & Weisskopf, J.-P. (2020). Chasing dividends during the COVID-19 pandemic.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Financiële bijstand voor lidstaten van de eurozone. (2019, May 3). Europa.eu. Retrieved August 11, 2023, from <https://www.consilium.europa.eu/nl/policies/financial-assistance-eurozone-members/>
- Global, S. (2021, 22 januari). Hoe een bedrijf laten groeien tijdens en na een recessie? Sage Advice België. Geraadpleegd op 23 oktober 2022, van <https://www.sage.com/nl-be/blog/hoe-een-bedrijf-laten-groeien-tijdens-en-na-een-recessie/>

- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- Graves, C., Seet, P., & Michiels, A. (2022). Understanding Family Firm Intentions to Use Private Equity: A Theory of Planned Behaviour Perspective. *Entrepreneurship Research Journal*, 0(0). <https://doi.org/10.1515/erj-2022-0019>
- Haeck, B. H. (2022, 1 april). Helft meer faillissementen in maart. *De Tijd*. Geraadpleegd op 23 oktober 2022, van <https://www.tijd.be/politiek-economie/belgie/federaal/helft-meer-faillissementen-in-maart/10378090.html>
- Hasenzagl, R., Hatak, I., & Frank, H. (2018). Problematising socioemotional wealth in family firms: A systems-theoretical reframing. *Entrepreneurship & Regional Development*, 30(1-2), 199-223.
- Hauck, J., Suess-Reyes, J., Beck, S., Prügl, R., & Frank, H. (2016). Measuring socioemotional wealth in family-owned and -managed firms: A validation and short form of the FIBER Scale. *Journal of Family Business Strategy*, 7(3), 133-148.
- He, H., & Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting and Finance*, 61(3), 4757-4788. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- Hoeveel kan ik lenen en moet ik zelf startkapitaal hebben? (n.d.). *www.kbc.be*. Retrieved August 23, 12 C.E., from <https://www.kbc.be/ondernemen/nl/artikel/zelfstandige-worden/eigen-zaak-starten/startkapitaal-lenen.html>
- Hoof, E. van. (2021, 3 februari). Wat maakt familiebedrijven zo slagkrachtig? Geraadpleegd op 16 oktober 2022, van https://www.ey.com/nl_be/family-business/wat-maakt-familiebedrijven-zo-slagkrachtig
- Invloed van de levenscyclus op de financieringsmogelijkheden | VLAIO. (n.d.). VLAIO. <https://www.vlaio.be/nl/begeleiding-advies/financiering/mogelijke-financieringsbronnen/invloed-van-de-levenscyclus-op-de>
- Issah, W. B., Anwar, M., Clauss, T., & Kraus, S. (2023). Managerial capabilities and strategic renewal in family firms in crisis situations: The moderating role of the founding generation. *Journal of Business Research*, 156, 113486. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113486>
- Jansen, K., Michiels, A., Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2022). Financing decisions in private family firms: a family firm pecking order. *Small Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00711-9>
- Jansen, K., Michiels, A., Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2022). Financing decisions in private family firms: a family firm pecking order. *Small Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00711-9>
- Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. —Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kraus, S., Clauss, T., Breier, M., Gast, J., Zardini, A., & Tiberius, V. (2020). The economics of COVID-19: initial empirical evidence on how family firms in five European countries cope

- with the corona crisis. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 26(5), 1067–1092. <https://doi.org/10.1108/ijebr-04-2020-0214>
- Lampropoulou, M. (2017). ADMINISTRATIVE REFORMS AND THE EUROZONE CRISIS: a COMPARATIVE STUDY OF GREECE AND PORTUGAL. *PEOPLE: International Journal of Social Sciences*, 3(2), 336–361. <https://doi.org/10.20319/pijss.2017.32.336361>
 - Maandelijkse faillissementen | Statbel. (2022, 15 september). Geraadpleegd op 23 oktober 2022, van <https://statbel.fgov.be/nl/themas/ondernemingen/faillissementen/maandelijkse-faillissementen>
 - Madsen, P. T. (2013). The Financial Crisis and Principles of Economics Textbooks. *Journal of Economic Education*, 44(3), 197–216. <https://doi.org/10.1080/00220485.2013.795450>
 - Michiels, A. (2018, 3 oktober). Financiering van familiebedrijven: een multiple casestudy | Document Server@UHasselt. Geraadpleegd op 16 oktober 2022, van <https://documentserver.uhasselt.be//handle/1942/26970>
 - Michiels, A. (n.d.). Financieringsbeslissingen van familiebedrijven. *Sterck Magazine*. <https://www.sterck-magazine.be/limburg/editie-26/financieringsbeslissingen-van-familiebedrijven-2065/>
 - 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. <https://doi.org/10.1177/0894486517736958>
 - Minichili, A., Brogi, M., & Calabrò, A. (2015). Weathering the Storm: Family Ownership, Governance, and Performance Through the Financial and Economic Crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 552–568. <https://doi.org/10.1111/corg.12125>
 - Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses. Harvard Business Press.
 - Mitsakis, F. V. (2014). The impact of economic crisis in Greece: key facts and an overview of the banking sector. *Business and Economic Research*, 4(1), 250. <https://doi.org/10.5296/ber.v4i1.5515>
 - Moreno-Menéndez, A. M., Arzubiaga, U., Diaz-Moriana, V., & Casillas, J. C. (2021). The impact of a crisis on entrepreneurial orientation of family firms: The role of organisational decline and generational change. *International Small Business Journal*, 40(4), 425–452. <https://doi.org/10.1177/02662426211036694>
 - Motylska-Kuźma, A. (2020). The Equity Crowdfunding and Family Firms – A Fuzzy Linguistic Approach. In *Lecture Notes in Computer Science* (pp. 99–115). https://doi.org/10.1007/978-3-662-62245-2_7
 - Myers, S.C., Capital Structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15, no.2 (2001), pp 81–102
 - Naing, L., Winn, T., & Rusli, B. (2006). Practical issues in calculating the sample size for prevalence studies. *Archives of orofacial Sciences*, 1, 9–14.
 - Novicap. (2020, April 21). Business Angels, alles wat u moet weten | Novicap. <https://novicap.com/nl/financieringsgids/business-angels-alles-wat-u-moet-weten-2/>
 - Overheidsfinanciering - The Harbour. (n.d.). The Harbour. <https://www.theharbour.be/financieringskanaal/overheidsfinanciering>

- Overheidssubsidies | CNC CBN. (n.d.). <https://www.cbn-cnc.be/nl/adviezen/overheidssubsidies#:~:text=Het%20begrip%20overheidssubsidies%20verwijst%20naar,onderneming%20aan%20bepaalde%20voorwaarden%20voldoet.>
- Peters, M. A., en Hisrich, R. D. (1994). *Entrepreneurship: Starting, Developing, and Managing a New Enterprise*. 3rd edition, Irwin, Chicago
- PMV-Bedrijfsleningen | VLAIO. (n.d.). VLAIO. <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/pmv-bedrijfsleningen>
- Reddi, Gerard, K. G. (2012). Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization. *Journal of Business Venturing*, 525–543.
- Rizvi, S. K. A., Yarovaya, L., Mirza, N., & Naqvi, B. (2022). The impact of COVID-19 on the valuations of non-financial European firms. *Heliyon*, 8(6), e09486.
- Rommens, L., & Ooghe, H. (2004). Kan de 'Pecking order-theorie' de kapitaalstructuur van belgische ondernemingen verklaren?.
- Sahin, Buket (2014) De toepasbaarheid van de static trade-off theorie en de pecking order theorie op de vermogensstructuur van beursgenoteerde ondernemingen in de Benelux.
- Soufani, K. (2002). On the determinants of factoring as a financing choice: evidence from the UK. *Journal of Economics and Business*, 54(2), 239–252. [https://doi.org/10.1016/s0148-6195\(01\)00064-9](https://doi.org/10.1016/s0148-6195(01)00064-9)
- Stiglitz, J. E. (1969). A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *American Economic Review*, 59, 784-793.
- Sun, C., Abbas, H. S. M., Xu, X., Gillani, S., Ullah, S., & Raza, M. A. (2021). Role of capital investment, investment risks, and globalization in economic growth. *International Journal of Finance & Economics*, 28(2), 1883–1898. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2514>
- Tajfel, H., & Turner, J. C. (1985). The social identity theory of intergroup behavior. In S. Worchel & W. G. Austin (Eds.), *Psychology of intergroup relations*. Chicago: Nelson-Hall.
- Thimann, C. (2015). The microeconomic dimensions of the eurozone crisis and why European politics cannot solve them. *Journal of Economic Perspectives*, 29(3), 141–164. <https://doi.org/10.1257/jep.29.3.141>
- Tian, C., Chen, D., Chen, Z., & Ding, Z. (2020). Why and How Does a Supplier Choose Factoring Finance? *Mathematical Problems in Engineering*, 2020, 1–14. <https://doi.org/10.1155/2020/9258646>
- Tjldijn - Acties van de Raad rond COVID-19. (2023, June 30). Europa.EU. Retrieved August 11, 2023, from <https://www.consilium.europa.eu/nl/policies/coronavirus/timeline/>
- Troost, M. C. (1984). Achtergestelde leningen. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 58(11/12), 565-572.
- Ullah, B., & Wei, Z. (2017b). Bank Financing and Firm Growth: Evidence from Transition Economies. *SSRN Electronic Journal*, 1---. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2746714>
- Van Auken H. (2005). Differences in the Usage of Bootstrap Financing among TechnologyBased versus Nontechnology-Based Firms. *Journal of Small Business Management* 43, 93- 103.

- Van Den Brande, H., & Claessens, H. (n.d.). Ratio's en balanslezen. Claessens.be. Retrieved August 23, 17 C.E., from http://claessens.be/financiele_analyse/uiteenzettingen/150211_finan_HC_01.pdf
- van Staa, A.L., & Evers, J.C. (2010). 'Thick analysis': strategie om de kwaliteit van kwalitatieve data-analyse te verhogen. KWALON. Tijdschrift voor Kwalitatief Onderzoek in Nederland, 43(1), 5-12.
- Vangronsveld, K., & De Vos, A. (2021). Impact Covid-19 op menselijk kapitaal in organisaties: grootschalige bevraging naar de impact van de pandemie op welzijn, arbeidsorganisatie, telewerk en loopbanen.
- Vo, T. T. A., Mazur, M., & Thai, A. (2022). The impact of COVID-19 economic crisis on the speed of adjustment toward target leverage ratio: An international analysis. Finance Research Letters, 45, 102157. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102157>
- Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. Academy of Management Review, 23, 133-153.
- Zellweger, T. M., & Astrachan, J. H. (2008). On the emotional value of owning a firm. Family Business Review, 21, 347-363.
- Zombiebedrijven zijn een sluipend gif. (z.d.). Bolero. Geraadpleegd op 23 oktober 2022, van <https://www.bolero.be/nl/analyse-en-inzicht/blog/zombiebedrijven-zijn-een-sluipend-gif>
- Çolak, G., & Öztekin, Ö. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on bank lending around the world. Journal of Banking and Finance, 133, 106207. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106207>

6 Bijlagen

Bijlage 1

Opdeling sectoren

Sectie	Omschrijving	Toekenning
A	Landbouw, bosbouw en visserij	Productie
B	Winning van delfstoffen	Constructie
C	Industrie	Productie
D	Productie en distributie van elektriciteit, gas, stoom en gekoelde lucht	Productie
E	Distributie van water; afval- en afvalwaterbeheer en sanering	Constructie
F	Bouwnijverheid	Constructie
G	Groot- en detailhandel; reparatie van auto's en motorfietsen	Constructie
H	Vervoer en opslag	Diensten
I	Verschaffen van accommodatie en maaltijden	Diensten
J	Informatie en communicatie	Diensten
K	Financiële activiteiten en verzekeringen	Diensten
L	Exploitatie van en handel in onroerende goederen	Diensten
M	Vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten	Diensten
N	Administratieve en ondersteunende diensten	Diensten
O	Openbaar bestuur en defensie; verplichte sociale verzekeringen	Diensten
P	Onderwijs	Diensten
Q	Menselijke gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening	Diensten
R	Kunst, amusement en recreatie	Constructie
S	Overige diensten	Diensten
T	Huishoudens als werkgever; niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door huishoudens voor eigen gebruik	Productie
U	Extraterritoriale organisaties en lichamen	Diensten

Bijlage 2

	Step result	Search result
☒ 1. Legal status: Active companies, File in a provisional legal situation, Unknown	699.019	699.019
☒ 2. Private companies	1.146.299	698.805
☒ 3. Region, province, subregion & town: Brussels capital region, Flemish Region, Walloon Region	1.011.627	601.444
☒ 4. Date of incorporation: on and after 31/12/2005 up to and including 31/12/2022	545.271	346.772
☒ 5. Number of Employees: 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, for all the selected periods, min=10 (unconso. accounts preferred, NRF are excluded)	15.868	2.845
☒ 6. Turnover: All companies with a known value, 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, for all the selected periods (unconso. accounts preferred, NRF are excluded)	17.468	888
☒ 7. EBIT: All companies with a known value, 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, for all the selected periods (unconso. accounts preferred, NRF are excluded)	207.857	884
☒ 8. P/L for the period after taxes (+/-): All companies with a known value, 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, for all the selected periods (unconso. accounts preferred, NRF are excluded)	207.616	865
☒ 9. Distribution of profit: All companies with a known value, 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, for all the selected periods (unconso. accounts preferred, NRF are excluded)	72.783	860
☒ 10. TOTAL LIABILITIES: All companies with a known value, 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, for all the selected periods (unconso. accounts preferred, NRF are excluded)	228.946	860
☒ 11. TOTAL DEBTS PAYABLE IN THE YEAR: All companies with a known value, 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017, for all the selected periods (unconso. accounts preferred, NRF are excluded)	113.818	860