



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Lange termijn oriëntatie en financiële prestaties tijdens de COVID-19 crisis: een empirische studie

Thijs van der Sanden

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Ellen JANSSEN



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt

Campus Hasselt:

Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt

Campus Diepenbeek:

Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2024
2025



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Lange termijn oriëntatie en financiële prestaties tijdens de COVID-19 crisis: een empirische studie

Thijs van der Sanden

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Ellen JANSSEN

Voorwoord

Voor u ligt de masterproef getiteld "Langetermijnnoriëntatie en financiële prestaties van familiebedrijven tijdens de COVID-19-crisis: een empirische studie". Dit onderzoek markeert het sluitstuk van mijn opleiding Handelswetenschappen aan de Universiteit Hasselt en is uitgevoerd in het academiejaar 2024-2025 onder begeleiding van mijn promotor, Ellen Janssen.

Ik wil graag mijn promotor Ellen Janssen bedanken voor haar waardevolle begeleiding, kritische feedback en voortdurende ondersteuning tijdens dit onderzoek. Haar expertise en inzicht hebben bijgedragen aan de kwaliteit en diepgang van deze studie. Ik wil ook mijn familie en vrienden bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun en motivatie gedurende mijn studie.

Ten slotte wil ik alle respondenten die hebben deelgenomen aan het voorgaande onderzoek bedanken voor hun medewerking en openheid. Zonder hun bereidheid om data te delen, zou dit onderzoek niet mogelijk zijn geweest. Ik hoop dat de inzichten en bevindingen van deze masterproef een bijdrage leveren om meer inzicht te krijgen in hoe bedrijven mogelijk beter om kunnen gaan met economische crisissen.

Thijs van der Sanden

Academiejaar 2024-2025

Student: Thijs van der Sanden

Opleiding: Handelswetenschappen AFF

Promotor: Professor Ellen Janssen

Titel: Langetermijnnoriëntatie en financiële prestaties tijdens de COVID-19-crisis: een empirische studie.

Abstract

De COVID-19-pandemie heeft wereldwijd gezorgd voor economische verstoringen. Dit kwam door maatregelen zoals lockdowns en reisbeperkingen die overheden wereldwijd implementeerden om de verspreiding van het virus te beperken (Verick et al., 2022; UNWTO, 2020). Deze omstandigheden dwongen bedrijven om zich snel aan te passen aan een crisissituatie, waaronder familiebedrijven die bekendstaan om hun langetermijnnoriëntatie (LTO) (Le Breton-Miller & Miller, 2006; Lumpkin et al., 2010). LTO houdt in dat bedrijven niet alleen gericht zijn op onmiddellijke winst, maar ook op duurzaamheid en intergenerationele continuïteit. De centrale onderzoeksvraag van deze studie is: "Heeft een lange termijn gerichte aanpak familiebedrijven geholpen om beter om te gaan met de economische turbulentie veroorzaakt door de pandemie?" Met als doel de impact van COVID-19 op de financiële prestaties van familiebedrijven te analyseren en te onderzoeken of LTO een modererende rol speelt in deze relatie.

Het onderzoek richt zich bijgevolg op twee centrale hypothesen. Een eerste hypothese is dat COVID-19 een negatieve impact heeft op de bedrijfsprestaties, zoals ook ondervonden werd in voorgaande studies (Ding et al., 2021; Shen et al., 2020). Deze negatieve impact wordt verwacht omdat de pandemie leidde tot wereldwijde economische verstoringen, waaronder een sterke daling in de vraag, onderbrekingen in toeleveringsketens en verhoogde onzekerheid op de markten. Daardoor kwamen de operationele en financiële resultaten van bedrijven onder druk te staan (Nicola et al., 2020; Altig et al., 2020). Vooral bedrijven die financieel kwetsbaar waren voorafgaand aan de pandemie door een lage liquiditeit of hoge schuldenlast, bleken extra gevoelig voor deze externe schokken (Dhyne en Duprez, 2021).

De tweede hypothese stelt dat LTO een modererend effect heeft op deze relatie. Langetermijnnoriëntatie verwijst naar de strategische focus op toekomstige generaties, duurzame waardecreatie en het behouden van middelen voor de langetermijn (Le Breton Miller en Miller, 2006). Familiebedrijven met een sterke langetermijnnoriëntatie investeren vaak in innovatie, ontwikkeling van medewerkers en relaties met belanghebbenden. Deze kenmerken kunnen bijdragen aan een grotere strategische veerkracht, waardoor familiebedrijven beter bestand zijn tegen economische schokken (Miroshnychenko et al., 2023). Er wordt dus verondersteld in de tweede hypothese dat een LTO het negatief effect van COVID op prestaties verzwakt.

De dataset voor dit onderzoek is, via de afname van vragenlijsten, verzameld in het kader van een doctoraat aan de Universiteit Hasselt. De vragenlijstdata uit 2018 werd gecombineerd met jaarrekeningdata uit Belfirst. In totaal namen 348 respondenten deel aan het onderzoek en was er

een responsrate van 34.8%. De dataset is longitudinaal geanalyseerd met 2436 observaties over de periode van 2015-2021.

De resultaten van dit onderzoek laten zien dat, in tegenstelling tot eerdere studies, de return on assets (ROA) tijdens de COVID-19-pandemie is gestegen. De return on equity (ROE) daarentegen vertoonde geen significante verandering. Op basis hiervan kan hypothese 1, waarin een negatief verband verondersteld werd, niet worden bevestigd. Dit resultaat suggereert dat familiebedrijven er dankzij ondersteunende maatregelen en digitale aanpassingen in slaagden om hun operationele efficiëntie te behouden of zelfs te verbeteren tijdens de pandemie (Dhyne en Duprez, 2021; Verick et al., 2022). De versnelde digitalisering bood bijkomende kansen om nieuwe markten te betreden en efficiënter te werken (Altig et al., 2020; Eichenbaum et al., 2021). Eerder onderzoek bevestigt dat overheidsmaatregelen effectief kunnen zijn in het beperken van economische schade bij ondernemingen (Dhyne en Duprez, 2021).

De resultaten geven een gemengd beeld van de rol van LTO als moderator. LTO werd gemeten aan de hand van twee maatstaven. Enerzijds wordt LTO op eigenaarsniveau gemeten door de eigenaars focus op traditie en langetermijnplanning te meten (LTO_Maatstaf1) (Bearden et al., 2006). Anderzijds wordt LTO gemeten op ondernemingsniveau (LTO_Maatstaf2), waarbij er vooral gefocust wordt op de mate waarin de onderneming zich richt op investeringen met uitgestelde opbrengsten (Zellweger et al., 2012). Hoewel werd verwacht dat LTO een beschermende rol zou spelen tijdens de COVID-19-crisis, tonen de resultaten aan dat hypothese 2 niet bevestigd wordt. Enkel bij LTO op ondernemingsniveau (maatstaf 2) werd een significant interactie-effect met COVID-19 vastgesteld op ROE, maar dit effect was negatief. Dit betekent dat familiebedrijven met een hogere score op de ondernemingsmaatstaf van LTO juist gevoeliger waren voor de negatieve impact van de pandemie op hun winstgevendheid. Voor de analyses met ROA als afhankelijke variabele werden geen significante modererende effecten vastgesteld.

Deze bevindingen ondersteunen het idee van Chrisman en Patel (2012) dat langetermijnstrategieën, hoewel waardevol op lange termijn, tijdens crisismomenten de flexibiliteit kunnen beperken. Bedrijven met een sterke focus op uitgestelde opbrengsten hebben vaak minder ruimte om snel te besparen of hun strategie aan te passen, wat de winstgevendheid onder druk zet (Fahlenbrach et al., 2021). Een langetermijnvisie biedt dus niet automatisch bescherming tegen economische schokken, zeker niet wanneer dit ten koste gaat van het aanpassingsvermogen van de onderneming (Miroshnychenko et al., 2023). De resultaten geven aan dat LTO geen uniforme bufferende werking had tijdens de pandemie, en dat bepaalde vormen van LTO zelfs nadelig konden uitpakken.

Met betrekking tot de centrale onderzoeksvraag of een lange termijn gerichte aanpak familiebedrijven heeft geholpen om beter om te gaan met de economische turbulentie als gevolg van de pandemie, kan worden geconcludeerd dat dit niet het geval is. Een sterke langetermijnnoriëntatie bood geen duidelijke bescherming tegen dalingen in winstgevendheid.

De bevindingen van deze studie suggereren dat familiebedrijven niet uitsluitend mogen vertrouwen op een langetermijnnoriëntatie (LTO) om economische schokken zoals de COVID-19-pandemie te doorstaan. Hoewel LTO in eerdere studies werd gelinkt aan innovatie en strategische veerkracht, tonen de resultaten van dit onderzoek aan dat LTO tijdens de crisis geen consistent beschermende

werking had. Integendeel, de negatieve modererende uitkomst van de LTO van het bedrijf op de winstgevendheid (ROE) wijst erop dat een te sterke focus op langetermijndoelstellingen ook nadelig kan zijn. Tegelijkertijd bevestigt het directe positieve effect van LTO op financiële prestaties (ROA) dat toekomstgericht denken wel degelijk voordelen kan opleveren. Deze bevindingen benadrukken het belang van een evenwichtige strategie, waarbij een langetermijnvisie gecombineerd wordt met flexibiliteit en kortetermijnaanpassingen om beter te kunnen reageren op onverwachte gebeurtenissen (Chua et al., 1999; Obrenovic et al., 2020; Miroshnychenko et al., 2023).

Daarnaast moeten bij de interpretatie van de resultaten enkele beperkingen in overweging worden genomen. Ten eerste is de studie beperkt tot de Belgische context. Aangezien de impact van economische crises en het overheidsbeleid internationaal sterk kunnen verschillen, zijn de resultaten mogelijk niet generaliseerbaar naar andere landen (Breuer en McDermott, 2013). Ten tweede is de onderzochte periode beperkt tot de periode van 2015 tot en met 2021, waardoor de langetermijneffecten van COVID-19 nog niet volledig zichtbaar zijn. Ten derde richt de steekproef zich enkel op familiebedrijven die al een eigendomsoverdracht hebben doorgemaakt. Hierdoor blijven jongere familiebedrijven met een andere structuur en dynamiek buiten beschouwing, terwijl zij mogelijk gevoeliger zijn voor externe schokken (Miroshnychenko et al., 2023).

Voor toekomstig onderzoek is het aanbevolen om de steekproef uit te breiden naar meerdere landen, zodat internationale vergelijkingen kunnen worden gemaakt en er rekening kan worden gehouden met een verschillende mate van overheidsondersteuning. Ook een langere tijdshorizon zou nuttig zijn om de blijvende impact van pandemieën en andere crises op financiële prestaties in kaart te brengen (Altig et al., 2020). Verder kunnen kwalitatieve methoden, zoals interviews met familiebedrijfseigenaren of directieleden, bijdragen aan een diepgaander inzicht in hoe strategische keuzes tot stand komen. Tot slot is bijkomend onderzoek nodig naar de rol van digitalisering en intergenerationele samenwerking binnen familiebedrijven, aangezien deze factoren mogelijk cruciaal zijn voor het versterken van de weerbaarheid en duurzaamheid van het bedrijf (Modi et al., 2024; Le Breton-Miller en Miller, 2006)

Inhoudsopgave

1	Inleiding	1
2	Literatuur en hypothese opbouw	2
2.1	COVID-19	2
2.1.1	Crisissen	2
2.1.2	De kredietcrisis vs de COVID-19-pandemie	2
2.1.3	De impact van Covid-19 op financiële prestaties	3
2.2	Familiebedrijven en LTO	4
2.2.1	Modererend effect van LTO tijdens de COVID-19-pandemie	6
3	Methodologie.....	7
3.1	Gegevensverzameling	7
3.2	Metingen	8
3.2.1	Afhankelijke variabele	8
3.2.2	Onafhankelijke variabele.....	8
3.2.3	Controle-variabelen.....	8
4	Resultaten	9
4.1	Beschrijvende statistieken	9
4.2	Correlatieanalyse	10
4.3	Regressieanalyse.....	12
5	Discussie en conclusie	15
6	Praktische implicaties, beperkingen en aanbevelingen	17
7	Bronnenlijst	19

1 Inleiding

In het verleden zijn er al verschillende financiële crises geweest (Law & Smullen, 2014; Breuer & McDermott, 2013; Altig et al., 2020), bestaande uit recessies en depressies (CBS, 2024; Breuer & McDermott, 2013). Deze periodes van financiële onzekerheid kenmerken de economie en kunnen druk leggen op de prestaties van bedrijven. De COVID-19-pandemie, een wereldwijde gezondheids crisis, bracht verregaande economische gevolgen met zich mee. Overheden wereldwijd waren genooddaakt om ingrijpende maatregelen te nemen, zoals lockdowns en reisrestricties, om de volksgezondheid te beschermen. Deze maatregelen veroorzaakten verstoringen in de bedrijfsvoering, leidden tot onderbrekingen van supply chains, veranderingen in consumentengedrag en een algemene economische vertraging. Vooral sectoren zoals toerisme, horeca en detailhandel werden zwaar getroffen door deze restricties (Verick et al., 2022).

Onderzoek laat zien dat bedrijven die sterk gericht zijn op de lange termijn meer stabiliteit hebben als het gaat om waardecreatie en strategische planning (Zahra, 1996; Hoffmann, 2016). Familiebedrijven hebben voornamelijk een focus op langetermijnnoriëntatie. Met deze benadering zijn familiebedrijven niet enkel gericht op onmiddellijke winsten, maar ook op duurzaamheid, groei en nalatenschap op de lange termijn. Hierbij besteden ze aandacht aan een goede relatie met de investeerders, werknemers, gemeenschappen en stakeholders (Le Breton-Miller & Miller, 2006; Lumpkin et al., 2010). Studies hebben zich gericht op het begrijpen van de invloed die LTO en kortetermijnnoriëntatie (KTO) hebben op bedrijven (Hofstede & Hofstede, 2005). Verder is er onderzocht in welke mate LTO een invloed heeft op de bedrijfsprestaties (Le Breton-Miller & Miller, 2006) en hoe de COVID-19-pandemie de bedrijfsprestaties heeft beïnvloed (UNWTO, 2020). Tot op heden bestaat er geen onderzoek dat LTO, bedrijfsprestaties en crisissituaties in onderlinge samenhang onderzoekt. Meer bepaald bestaat er een hiaat in de literatuur met betrekking tot het modererende effect van LTO op het verband tussen COVID en de bedrijfsprestaties in tijden van een crisis. Hierdoor blijft onduidelijk of LTO voordelig is voor de bedrijfsprestaties tijdens een crisis, zoals de COVID-19-pandemie.

Deze studie onderzoekt de financiële prestaties van familiebedrijven tijdens de COVID-19-pandemie en de modererende invloed van langetermijnnoriëntatie op deze bedrijfsprestaties. Huidig onderzoek richt zich op de vraag of een toekomstgerichte aanpak heeft bijgedragen aan hun vermogen om economische onrust te doorstaan. Het doel is vaststellen of LTO effectief is voor familiebedrijven om crisissen te doorstaan. Door de resultatenrekeningen van familiebedrijven voor en tijdens de pandemie te analyseren, en ook gebruik te maken van vragenlijstdata waarin de mate van LTO bevraagd wordt, beoogt het onderzoek waardevolle inzichten te bieden voor in de praktijk.

Om de onderzoeksvraag te beantwoorden, maakt deze studie gebruik van een longitudinale dataset (2015-2021) bestaande uit jaarrekeningdata uit Belfirst en vragenlijstgegevens verzameld in 2018 binnen het kader van een doctoraat aan de Universiteit Hasselt. De dataset omvat 348 bedrijven, wat resulteert in 2436 observaties. De analyse werd uitgevoerd aan de hand van meerdere regressiemodellen om zowel de directe impact van COVID-19 op bedrijfsresultaten te analyseren als het modererende effect van langetermijnnoriëntatie (LTO) te onderzoeken. Met dit onderzoek wordt bijgedragen aan een beter begrip van hoe familiebedrijven financieel reageren op crisissen zoals

COVID-19. Daarnaast laat deze studie zien welke rol een langetermijngerichte strategie hierbij speelt. Dit kan familiebedrijven helpen om zich beter voor te bereiden op toekomstige economische uitdagingen.

2 Literatuur en hypothese opbouw

2.1 COVID-19

2.1.1 Crisissen

De financiële wereld heeft door de jaren heen verschillende crisissen meegemaakt, van de Grote Depressie na de beurscrash van 1929 tot de meer recentere problemen in Rusland, Zuidoost-Azië, Latijns-Amerika en de kredietcrisis van 2008-2009 (Law & Smullen, 2014; Breuer & McDermott, 2013; Altig et al., 2020). Een financiële crisis kan voorkomen in de vorm van een recessie of een depressie. Een recessie is het deel van de conjunctuurcyclus waarin de economische activiteit afneemt. De conjunctuur wordt gemeten aan een dalend volume van het bruto binnenlands product of een groei die onder het langjarig gemiddelde ligt (CBS, 2024). Een depressie is de conjunctuurcyclus waarin het reële inkomen per capita vier of meer opeenvolgende jaren met 20 procent of meer daalt. Dit heeft de neiging samen te gaan met hoge werkloosheid, veel faillissementen en een daling van de prijs van de goederen en diensten (Breuer & McDermott, 2013). De recente en wereldwijde gezondheids crisis, COVID-19, heeft grote economische effecten teweeggebracht (Verick et al., 2022). Deze pandemie staat dan ook centraal in dit onderzoek.

2.1.2 De kredietcrisis vs de COVID-19-pandemie

De financiële crisissen en de COVID-19-pandemie hebben de bedrijfsprestaties op verschillende manieren beïnvloed, met andere uitdagingen en reacties van bedrijven. Om dit verschil beter te begrijpen wordt de COVID-19-pandemie vergeleken met de recente kredietcrisis van 2008-2009. De kredietcrisis van 2008-2009 had brede economische gevolgen, met afnemende kredietverlening en dalend consumentenvertrouwen, wat leidde tot verminderde bestedingen en investeringen (Breuer & McDermott, 2013; Law & Smullen, 2014). De COVID-19-pandemie leidde tot directe economische verstoringen door lockdowns en beperkingen. Sectoren die afhankelijk zijn van persoonlijk contact, zoals horeca en toerisme, werden hard getroffen door zowel vraag- als aanbodschokken (Altig et al., 2020).

Een opvallend verschil tussen de twee crisissen is het niveau van overheidssteun tijdens COVID-19. Er waren verschillende initiatieven om een ineenstorting van de economie en de onmiddellijke financiële druk op de portemonnees van mensen te voorkomen (Dhyne & Duprez, 2021). Het model van Eichenbaum et al. (2021) bestudeert de interactie tussen economische beslissingen en de dynamiek van een epidemie, waarbij mensen consumptie en werk verminderen om de kans op infectie te minimaliseren. Dit resulteert in een mildere epidemie, maar verergert de recessie. Overheidsinterventies, zoals grootschalige controlemaatregelen, kunnen leiden tot grotere economische verliezen. Deze bevindingen tonen aan hoe belangrijk het is om beleidsmaatregelen te maken die de economie draaiende houden en de epidemie onder controle houden.

Waar de financiële kredietcrisis in 2008-2009 zorgde voor een periode van strengere regulering en een langzaam herstel, veroorzaakte de COVID-19-pandemie direct een onomkeerbare digitale versnelling met permanente veranderingen in consumentengedrag en bedrijfsmodellen. Deze veranderingen dwingen bedrijven hun werkwijze te heroverwegen in een steeds meer digitale wereld (Altig et al., 2020). Beide crisissen tonen de noodzaak voor bedrijven om flexibel en veerkrachtig te zijn, maar er zijn veel verschillen tussen de specifieke oorzaken en gevolgen. Terwijl de financiële kredietcrisis de kwetsbaarheden van het bankensysteem aan het licht bracht, zorgde COVID-19 voor een herziening van bedrijfsstrategieën voor het digitale tijdperk (Altig et al., 2020).

2.1.3 De impact van Covid-19 op financiële prestaties

De COVID-19-pandemie heeft wereldwijd een negatieve impact gehad op de financiële prestaties van bedrijven, met verstoringen in supply chains, een daling van de vraag en grote onzekerheid tot gevolg. De sectoren die afhankelijk zijn van persoonlijk contact werden het meest negatief beïnvloed, zoals de horecasector, toerisme en landbouw, waar de vraag naar producten zoals vlees en groenten met 20% daalde door verminderde vraag van hotels en restaurants (Nicola et al., 2020; Altig et al., 2020). Bedrijven met een zwakke financiële positie voor de uitbraak van de COVID-19-pandemie werden nog zwaarder getroffen (Dhyne & Duprez, 2021). De economische gevolgen van COVID-19 zijn voornamelijk te wijten aan lockdowns en andere beperkende maatregelen om de verspreiding van de pandemie onder controle te houden (Altig et al., 2020). Eind augustus 2020 werkte 94% van de werknemers in landen met gesloten werkplekken. Grenssluitingen en reisbeperkingen legden het wereldwijde toerisme bijna tot stilstand; het aantal internationale aankomsten daalde in de eerste tien maanden van 2020 met 72% (UNWTO, 2020).

De bovengenoemde maatregelen veroorzaakten in 2020 een daling van zowel de vraag als het aanbod. De olie-industrie zag een daling van olieprijsen tot \$25,70 per vat door een productieconflict tussen Rusland en Saudi-Arabië (Nicola et al., 2020). Verstoringen in de toeleveringsketens hadden invloed op meerdere sectoren, waaronder de productie-industrie, die werd getroffen door importproblemen en personeelstekorten. Onderwijsinstellingen wereldwijd moesten sluiten, wat leidde tot economische verliezen en onderbrekingen in onderzoek. Daarnaast zorgde de daling van de vraag, veroorzaakt door economische onzekerheid en gedaalde koopkracht van consumenten, voor een daling in de omzet van veel bedrijven (Dhyne & Duprez, 2021). De vastgoedsector zag een daling in huisbezoeken en vertragingen in transacties (Nicola et al., 2020). Door overheden opgelegde beperkingen, zoals lockdowns en social distancing maatregelen, verminderden de operationele capaciteit van bedrijven (Altig et al., 2020). De sportindustrie had last van annuleringen en uitstel van grote evenementen, wat zorgde voor financiële verliezen (Nicola et al., 2020).

Ondanks deze uitdagingen werd herstel zichtbaar tegen eind 2020 en begin 2021 (Dhyne & Duprez, 2021). De aandelenmarkt begon te herstellen toen de volatiliteit piekte in maart 2020 en binnen ongeveer een maand terugkeerde naar normale niveaus. Hoewel beleid gerelateerde onzekerheid en volatiliteit op financiële markten eerder hoog bleven, begonnen deze geleidelijk af te nemen naarmate overheden meer duidelijkheid verschaften over steunmaatregelen en vaccinatieprogramma's werden uitgerold. Tegelijkertijd kende de industriële sector een sterke terugval tussen februari en april 2020, als gevolg van wereldwijde lockdowns en verstoringen in de toeleveringsketens. Echter, naarmate bedrijven zich aanpasten aan de nieuwe omstandigheden en

productieprocessen werden hervat, was er tegen juli 2020 een gedeeltelijk herstel, waarbij ongeveer de helft van de eerdere productieverliezen werd gecompenseerd (Altig et al., 2020). Overheidsmaatregelen zoals financiële hulp, leningen en belastingverlichting speelden hierbij een cruciale rol door economische schade te beperken en het herstel te ondersteunen (Altig et al., 2020; Dhyne & Duprez, 2021).

Uit het onderzoek van Hu en Zhang (2021) blijkt dat de COVID-19-pandemie een significant negatieve invloed heeft gehad op de financiële prestaties van bedrijven. De analyse toont aan dat er een negatieve relatie is tussen de toename van COVID-19 besmettingen en de return on assets (ROA) van bedrijven. Landen met geavanceerdere gezondheidszorgsystemen en financiële infrastructuur zagen minder sterke dalingen in ROA. In de studie van Shen et al. (2020) is een vergelijkbare negatieve impact gevonden op zowel de ROA als de return on equity (ROE) van Chinese bedrijven. De negatieve invloed van de pandemie op ROA was vooral uitgesproken in sectoren zoals toerisme, horeca en transport. Bovendien was de daling van bedrijfsresultaten groter in regio's die zwaarder werden getroffen door COVID-19. Dit leidt tot de eerste hypothese:

H1: COVID heeft een negatieve impact op bedrijfsprestaties.

2.2 Familiebedrijven en LTO

Tijdens de COVID-19-pandemie werden verschillende bedrijven geraakt in hun financiële prestaties. Binnen deze context is het ook belangrijk om te kijken naar familiebedrijven, die een unieke positie innemen in de economie. Familiebedrijven verschillen van niet-familiebedrijven in termen van eigendom, management, waarden en cultuur. Daarom kan hun reactie op economische crisissen anders zijn. Onderzoek heeft aangetoond dat familiebedrijven vaak veerkrachtiger zijn tijdens economische crisissen vanwege hun langetermijnoriëntatie en sterke familiewaarden (De Massis et al., 2016). Om de rol van familiebedrijven tijdens crisissen te begrijpen, is het belangrijk om te begrijpen wat een familiebedrijf precies is.

Flören (2002) definieert familiebedrijven op basis van twee criteria: een familie bezit minstens 50% van het bedrijf en heeft beslissende invloed, of er zijn ten minste twee familieleden die actief bijdragen aan de bedrijfsvoering. De Europese Commissie hanteert een vergelijkbare definitie, waarbij één familie direct of indirect een meerderheid van de zeggenschap heeft, met een minimum van 25% bij beursgenoteerde bedrijven. Daarnaast moet de familie een formeel lid zijn van het bestuur en het bedrijf moet juridisch overdraagbaar zijn (CBS, 2017). Familiebedrijven hebben een informele cultuur met dominante persoonlijke relaties die de samenwerking efficiënter kunnen maken, maar die ook tot zakelijke problemen leiden (Lindeijer et al., 1997). De directe betrokkenheid van familieleden kan gepaard gaan met persoonlijke emoties en daarom zowel positieve als negatieve effecten hebben op de besluitvorming (Miller et al., 2013). Bovendien zijn familiebedrijven vaak gericht op lange termijn omdat ze het bedrijf willen doorgeven aan de volgende generatie. Dit zorgt voor stabiliteit, maar kan ook problemen opleveren bij voorkeursbehandeling van bepaalde familieleden (Ceysens, 2008; Hoffmann et al., 2016). Langetermijnoriëntatie wordt bijgevolg gezien als een typerend kenmerk voor familiale ondernemingen.

Langetermijnoriëntatie (LTO) wordt gedefinieerd als "de neiging om prioriteit te geven aan de lange termijn gevolgen en impact van beslissingen en acties die na een lange periode tot uiting komen"

(Le Breton-Miller & Miller, 2006, p. 732; Lumpkin et al., 2010). Kenmerken van LTO zijn strategische planning, streven naar stabiele groei, en voorrang geven aan langdurige doelen boven snelle winst. LTO-gerichte organisaties investeren op lange termijn in werknemers, bieden goede arbeidsvoorwaarden en kansen voor ontwikkeling (Hoffmann, 2016). Innovatie is een belangrijk aspect van LTO. Familiebedrijven investeren misschien minder in research en development (R&D) in vergelijking met niet-familiebedrijven, maar als de toekomst van het bedrijf in het gedrang komt, investeren ze meestal meer in R&D (Chrisman & Patel, 2012). Transparante communicatie over langetermijnplannen is een ander kenmerk van LTO (Maali & Al-attar, 2017). De focus op de lange termijn brengt veel voordelen met zich mee. Het zorgt ervoor dat de belangen van eigenaren en managers beter op elkaar aansluiten en helpt om rekening te houden met de belangen van de stakeholders. De aanwezigheid van een LTO zal bijdragen aan betere betrokkenheid en vertrouwen van het management en zal daarom gunstig zijn voor de prestaties van het bedrijf (Verick et al., 2022).

Volgens Bearden et al. (2006) bestaat LTO uit een traditiedimensie en een planningsdimensie, die beide van belang zijn voor de strategie van familiebedrijven. De traditiedimensie richt zich op het behoud van culturele en familie-erfgoed, wat cruciaal is voor de continuïteit van familiewaarden over generaties heen. Geert Hofstede (2001) introduceerde de traditionele dimensie van LTO als gecorreleerd met het in stand houden en naleven van familiewaarden en culturele waarden in het bedrijfsleven. Deze dimensie benadrukt respect voor het verleden en de belangrijke rol van familie-erfgoed, waarbij beslissingen vaak worden beïnvloed door historische waarden en de wens om familiewaarden te handhaven. In de context van familiebedrijven kan deze dimensie leiden tot strategische beslissingen die gericht zijn op het behouden van de unieke identiteit van het bedrijf en het opbouwen van langdurige relaties met stakeholders. Naast de traditionele dimensie is er echter ook de planningsdimensie. De planningsdimensie benadrukt de toekomstgerichte component van LTO, waarbij ondernemingen strategieën voor de lange termijn implementeren die gericht zijn op innovatie en duurzame groei. Dit betekent dat het bedrijf investeert in research & development (R&D), het uitvoeren van formele langetermijnstrategieën inclusief successieplanning en betrokkenheid bij maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) (Bearden et al., 2006; Hofstede, 2001).

Niet alle familiebedrijven zijn gelijk als het gaat om LTO. Er is aanzienlijke heterogeniteit binnen familiebedrijven in termen van hun oriëntatie op de lange termijn (Chua et al., 1999; Le Breton-Miller & Miller, 2006; Zellweger et al., 2012). Sommige bedrijven hebben een sterke LTO, terwijl anderen meer gericht zijn op kortetermijnorientatie. Het is cruciaal om te kijken naar de variabiliteit van LTO om te begrijpen hoe verschillende familiebedrijven reageren op externe schokken, zoals de coronacrisis. De aanwezigheid van familieleden in het managementteam kan deze LTO verder beïnvloeden, wat leidt tot variaties in hoe bedrijven omgaan met economische uitdagingen (Hoffmann et al., 2016). Dit werd duidelijk tijdens de COVID-19-pandemie, waaruit bleek dat niet alle familiebedrijven op dezelfde manier werden beïnvloed, deels door verschillen in hun LTO (Miroshnychenko et al., 2023).

2.2.1 Modererend effect van LTO tijdens de COVID-19-pandemie

De COVID-19-pandemie had wereldwijd een negatieve impact op de financiële prestaties van bedrijven en bracht aanzienlijke uitdagingen met zich mee. Toch ondervonden niet alle bedrijven directe negatieve gevolgen. Diverse studies hebben aangetoond dat sommige bedrijven in staat waren om de negatieve effecten van de pandemie te beperken of zelfs te overtreffen door snelle aanpassingen, innovatie en proactieve strategieën (Kraus et al., 2020; Obrenovic et al., 2020).

Kraus et al. (2020) onderzochten familiebedrijven in vijf Europese landen en ontdekten dat sommige bedrijven de negatieve effecten van de pandemie konden beperken door zich snel aan te passen. Vooral bedrijven die betrokken zijn bij digitalisering en nieuwe bedrijfsmodellen, konden hun prestaties handhaven of zelfs verbeteren tijdens de pandemie. Obrenovic et al. (2020) stellen dat bedrijven die zich proactief aanpasten aan de nieuwe realiteit, zoals via digitalisering en innovatie, minder negatieve gevolgen ondervonden. Deze bedrijven konden hun effectiviteit en productiviteit behouden of zelfs verbeteren door snel in te spelen op veranderende marktomstandigheden. Modi, Pandey, en Bhattacharya (2024) onderzochten hoe bedrijven die zich sterk richtten op innovatie en strategische R&D presteerden tijdens grote economische schokken. Ze ontdekten dat bedrijven met een sterke focus op innovatie en onderzoek vaak beter presteerden tijdens de pandemie. Deze bedrijven konden zich sneller aanpassen aan veranderingen in de markt en wisten hun concurrentiepositie te behouden of zelfs te verbeteren, ondanks de economische uitdagingen.

Li et al. (2022) toonden aan dat bedrijven met een sterke financiële positie en meer flexibele operating modellen effectiever konden reageren op de gevolgen van de pandemie. Hoewel er een negatieve impact was kon deze groep bedrijven dankzij overheidsmaatregelen en hun eigen veerkracht een grotere economische crisis voorkomen. Chatzoudes et al. (2022) onderzochten factoren die zowel de korte als de lange termijn overleving van bedrijven tijdens economische crisissen beïnvloedden. De onderzoekers benadrukten dat bedrijven met robuuste strategische plannen en sterke externe netwerken zelfs beter presteerden in de loop van de pandemie. Deze bedrijven konden kansen benutten die door de crisis ontstonden.

Familiebedrijven met een sterke LTO worden minder negatief beïnvloed door economische schokken dan ondernemingen met een kortetermijnnoriëntatie (Saputra et al., 2020; Huang & Pearce, 2015). Chan, Cheng en Cheng (2023) leggen uit dat een positieve instelling, zoals langetermijnnoriëntatie (LTO), belangrijk kan zijn voor het langdurige succes van middelgrote en kleine bedrijven na een crisis. Bedrijven die op de lange termijn gericht zijn, blijken veerkrachtiger en beter in staat om stand te houden in moeilijke tijden. Manzanegue-Lizano et al. (2019) laten zien dat de financiële bijdrage van stakeholders zoals werknemers, klanten en leveranciers belangrijk is voor de langetermijnduurzaamheid van KMO's. In tijden van crisis wordt de rol van deze stakeholders nog belangrijker, aangezien samenwerking organisaties helpen economische schokken te absorberen en te blijven functioneren. Schaub (2022) en Chatzoudes et al. (2022) merken op dat landen met een hogere LTO beter presteren op het gebied van milieu en bedrijfsvoering. Dit geeft aan dat culturele oriëntatie een rol speelt in het sturen van nationaal beleid en bedrijfspraktijken tijdens een crisis.

De COVID-19-pandemie heeft een negatieve impact gehad op de bedrijfsprestaties, met uitdagingen voor familie- en niet-familiebedrijven. Langetermijnnoriëntatie (LTO) speelt een belangrijke rol in hoe bedrijven deze crisis doorstaan. Familiebedrijven, die vaak een sterke LTO hebben, zijn beter voorbereid om dergelijke schokken op te vangen door hun focus op duurzame groei en het behoud van de onderneming voor toekomstige generaties (Le Breton-Miller & Miller, 2006). Familiebedrijven wereldwijd presteerden in het algemeen beter dan niet-familiebedrijven tijdens de COVID-19-pandemie. Een studie uitgevoerd door Miroshnychenko et al. (2023) met beursgenoteerde bedrijven bevestigde dat familiebedrijven over het algemeen hogere financiële prestaties lieten zien gedurende de pandemie. Dit duidt op een trend waarbij familiebedrijven als groep beter bestand waren tegen de financiële tegenslagen veroorzaakt door de pandemie, in vergelijking met hun niet-familie tegenhangers. Obrenovic et al. (2020) benadrukken dat bedrijven met een sterke LTO een minder negatief invloed ervaarden op hun bedrijfsprestaties door economische schokken dankzij hun consistente investeringen in R&D, personeelsontwikkeling en duurzaamheidsinitiatieven. Deze investeringen versterken hun veerkracht en concurrentiepositie tijdens de pandemie. De studie toont aan dat langetermijnnoriëntatie bedrijven helpt om innovatief te blijven en zich aan te passen aan veranderende marktomstandigheden. Op basis van voorgaande studies kan bijgevolg besloten worden dat de aanwezigheid van een langetermijnnoriëntatie de negatieve effecten van een (COVID-)crisis kunnen verminderen of zelfs elimineren. Bijgevolg wordt volgende hypothese vooropgesteld:

H2: De LTO van het familiebedrijf heeft een modererend effect op de link tussen de coronacrisis en bedrijfsprestaties in die zin dat het negatieve effect verzwakt wordt door een hoge mate van LTO.

3 Methodologie

3.1 Gegevensverzameling

De dataset voor dit onderzoek is, via de afname van vragenlijsten, verzameld in het kader van een doctoraat aan de Universiteit Hasselt. Deze vragenlijstdata uit 2018 werd gecombineerd met jaarrekeningdata uit Belfirst. In totaal namen 348 respondenten deel aan het onderzoek en was er een responsgraad van 34.8%. De dataset is longitudinaal geanalyseerd met 2436 observaties over de periode 2015-2021.

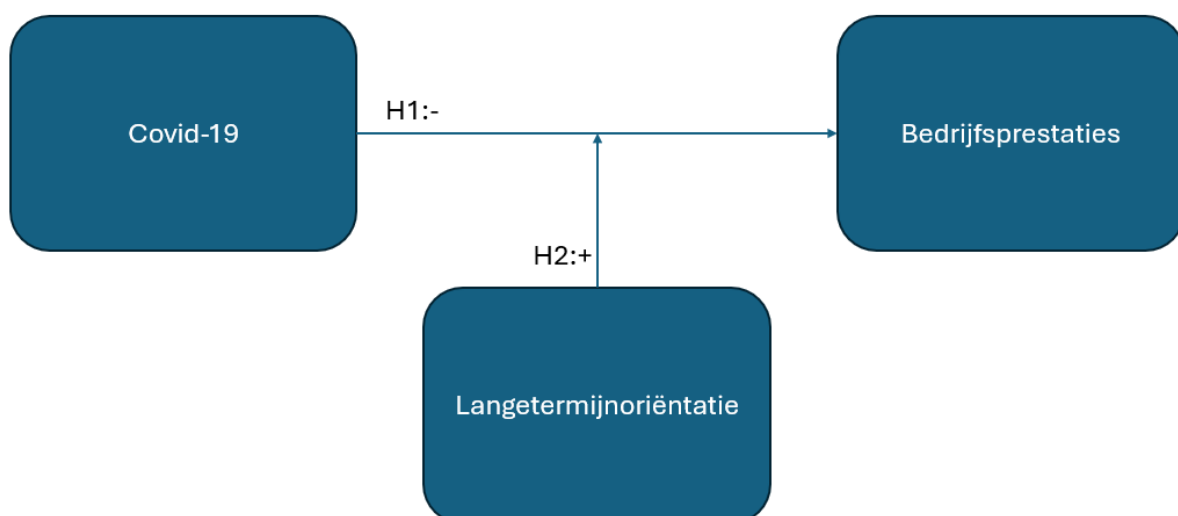


Fig. 1 Conceptueel model

3.2 Metingen

3.2.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele bedrijfsprestaties worden gemeten volgens de methodologie van Sharma et al. (1999). Het omvat financiële en operationele resultaten die familiebedrijven kenmerken. Financiële prestaties worden geëvalueerd aan de hand van specifieke financiële ratio's. De return on assets (ROA) geeft aan hoe effectief een bedrijf zijn bezittingen gebruikt om winst te maken (Willy, 2017). Om dit te berekenen wordt de winst na belasting gedeeld door totaal actief. ROA is cruciaal voor het beoordelen van operationele efficiëntie en winstgevendheid. Return on Equity (ROE) laat zien hoe effectief een bedrijf het kapitaal van aandeelhouders gebruikt om winst te maken (Prawirodipoero et al., 2019). ROE is belangrijk voor aandeelhouders omdat het de winstgevendheid vanuit hun perspectief toont. Om ROE te berekenen wordt winst na belasting gedeeld door eigen vermogen.

3.2.2 Onafhankelijke variabele

De onafhankelijke variabele is COVID-19 en vertegenwoordigt de invloed van de COVID-19-pandemie op bedrijven. COVID-19 wordt weergegeven als een dummyvariabele waarbij 1 staat voor de crisisjaren 2020 en 2021, en 0 voor de jaren 2015 tot en met 2019. De modererende variabele Langetermijnoriëntatie (LTO) bestaat uit twee maatstaven die verschillende aspecten van LTO meten. De eerste maatstaaf voor LTO (LTO_maataf1) is gebaseerd op 8 items uit het onderzoek van Bearden et al. (2006). Dit meet de langetermijnoriëntatie van bedrijven door de mate waarin zij respect hebben voor traditie, plannen op de lange termijn, en waarde hechten aan familiaal erfgoed en verleden. Daarnaast heeft het ook betrekking op de bereidheid om huidige plezier op te geven voor toekomstig succes en hoe belangrijk traditionele waarden en doorzettingsvermogen zijn. De tweede maatstaaf voor LTO te meten (LTO_maataf2) is gebaseerd op 4 items uit het onderzoek van Zellweger et al. (2012). LTO wordt hierin gemeten aan de hand van investeringsdiversiteit, de bereidheid om langdurige en risicovolle projecten te financieren, en het streven naar rendement op lange termijn in plaats van snelle winst. Daarnaast is een interactieterm (COVID_LTO_1) opgenomen, die het product vormt van COVID-19 en LTO_maataf1. Het product van de COVID-19 variabele en LTO_maataf1 wordt gebruikt om te onderzoeken of de impact van de COVID-19 pandemie op de bedrijfsprestaties wordt beïnvloed door de langetermijnoriëntatie van het bedrijf. Hetzelfde geldt voor de tweede maatstaaf die ook vermenigvuldigd wordt met COVID (COVID_LTO_2). In deze context fungeert LTO als een modererende variabele die de impact van COVID-19 op bedrijfsprestaties mogelijk beïnvloedt.

3.2.3 Controle-variabelen

Meerdere controlevariabelen worden opgenomen in de analyse, waaronder: de natuurlijke logaritme van de totale activa (lnTA), schuldgraad, liquiditeit en de leeftijd van de bedrijven. Het totale activa (TA) omvat alle bezittingen van een bedrijf en is een indicator van de grootte en het vermogen om inkomsten te genereren, berekend door alle bezittingen op te tellen. De natuurlijke logaritme van de totale activa wordt gebruikt om verschillen in schaal tussen bedrijven te normaliseren en om lineaire relaties in de data beter te modelleren. Door de totale activa te transformeren met een logaritme,

kan de invloed van bedrijfsgrootte op de uitkomsten van het model nauwkeuriger worden geanalyseerd (Lucic, 2014).

De variabele schulden beoordeelt de schuldenlast en afhankelijkheid van externe financiering. (Lucic, 2014). Door de schulden te delen door het totaal actief ontstaat de schuldgraad variabele. In dit onderzoek wordt de schuldgraad gebruikt omdat het een indicator is van de financiële gezondheid en risico's van een bedrijf. De schuldgraad meet de mate van financiële leverage door de totale schulden te delen door de totale activa. Dit biedt inzicht in hoe een bedrijf zijn activiteiten financiert via eigen vermogen of schulden (Modigliani & Miller, 1958).

Liquide middelen geven de korte termijn financiële gezondheid van een bedrijf aan en tonen hoe goed een bedrijf aan zijn directe verplichtingen kan voldoen zonder financiële stress, berekend door de som van contanten en kasequivalenten (Kotane & Kuzmina-Merlino, 2012). De liquide middelen worden gedeeld door het totaal actief om de liquiditeit te bekomen. De liquiditeit wordt gebruikt omdat het een indicator is van de operationele efficiëntie en flexibiliteit van een bedrijf. Het meet het vermogen van een bedrijf om snel aan de korte termijn verplichtingen te voldoen (Brunnermeier & Pedersen, 2009). Leeftijd van het bedrijf (Age) is de duur dat een bedrijf actief is, wat invloed kan hebben op de stabiliteit en marktervaring. Deze variabele wordt berekend door het jaar van observatie te verminderen met het oprichtingsjaar van het bedrijf (Willy, 2017).

4 Resultaten

4.1 Beschrijvende statistieken

De beschrijvende statistieken worden weergegeven in tabel 1. Voor alle 348 bedrijven in de steekproef werden gegevens gebruikt over de periode vóór en tijdens de pandemie (2015–2019 en 2020–2021), waardoor de steekproef bestaat uit 2176 observaties. De gemiddelde return on assets (ROA) bedraagt 0.044, met een minimumwaarde van -0.57 en een maximumwaarde van 0.627. De gemiddelde return on equity (ROE) is 0.041, met waarden variërend van -125.142 tot 8.68. De gemiddelde waarde van COVID-19 is 0.285, wat betekent dat 28,5% van de observaties tijdens de coronajaren (2020-2021) zijn. Voor de langetermijnnoriëntatie (LTO) zijn twee maatstaven gebruikt: LTO_maatstaf1 heeft een gemiddelde van 5.699 (variërend van 3.25 tot 7.00) en LTO_maatstaf2 een gemiddelde van 4.332 (variërend van 1.00 tot 7.00).

De gemiddelde schuldgraad is 0.575, met een spreiding van 0 tot 2.6. De gemiddelde leeftijd van de bedrijven (Age) is 60.315 jaar, met een spreiding van 1 tot 201 jaar. De gemiddelde natuurlijke logaritme van de totale activa (lnTA) bedraagt 8.337 (variërend van 4.445 tot 13.287). Ten slotte is de gemiddelde liquiditeit 0.145 (variërend van 0 tot 0.9).

In tabel 2 worden de gemiddelden van enkele variabelen vóór en tijdens de COVID-19-pandemie met elkaar vergeleken. De ROA steeg significant van 0.040 vóór de pandemie naar 0.052 tijdens de pandemie ($p = 0.003$). De ROE daarentegen daalde van 0.079 naar -0.055, maar dit verschil was niet significant ($p = 0.305$). De schuldgraad bleef ongeveer gelijk van 0.576 vóór de pandemie naar 0.573 tijdens de pandemie ($p = 0.795$). Tot slot nam de gemiddelde lnTA significant toe van 8.286 naar 8.468 ($p = 0.007$), wat kan wijzen op een stijging in de totale activa gedurende de pandemie.

Tabel 1 Beschrijvende statistiek

	Variabele	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Minimum	Maximum
1	ROA	0.044	0.084	-0.57	0.627
2	ROE	0.041	2.753	-125.142	8.68
3	Schuldgraad	0.575	0.239	0	2.6
4	Age	60.315	33,959	1	201
5	LnTA	8.337	1.417	4.445	13.287
6	LTO_maatstaf1	5.699	0.732	3.25	7
7	LTO_maatstaf2	4.332	1.092	1	7
8	Covid	0.285	0.451	0	1
9	Liquiditeit	0.145	0.142	0	0.9

N = 2176

Tabel 2 Gemiddeldes

	Variabele	Gemiddelde voor Corona	Gemiddelde tijdens corona	P-waarde
1	ROA	0.040	0.052	0.003***
2	ROE	0.079	-0.055	0.305
3	Schuldgraad	0.576	0.573	0.795
4	LnTA	8.286	8.468	0.007***

Noot. * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

N = 2176

4.2 Correlatieanalyse

In Tabel 3 worden de correlaties gepresenteerd, waarbij listwise deletion is toegepast. De resultaten tonen dat ROA positief gecorreleerd was met ROE ($r = 0,186^{**}$) en COVID-19 ($r = 0,065^{**}$), evenals met LTO_maatstaf2 ($r = 0,051^{*}$). Daarnaast had ROA een negatieve correlatie met de schuldgraad ($r = -0,263^{**}$) en een sterke positieve correlatie met liquiditeit ($r = 0,383^{**}$). ROE vertoonde een positieve correlatie met liquiditeit ($r = 0,050^{*}$) maar had geen significante correlaties met de overige variabelen, waaronder COVID-19 en de LTO-maatstaven.

COVID-19 was positief gecorreleerd met ROA ($r = 0,065^{**}$) en toonde een zwakke positieve correlatie met leeftijd ($r = 0,046^{*}$) en LnTA ($r = 0,058^{**}$). Er bleek echter geen significante correlatie te bestaan tussen COVID-19 en ROE, noch tussen COVID-19 en de LTO-maatstaven. De LTO-maatstaven waren onderling positief gecorreleerd ($r = 0,173^{***}$). LTO_maatstaf2 had een kleine positieve correlatie met ROA ($r = 0,051^{*}$), terwijl LTO_maatstaf1 geen significante correlaties had met ROA, ROE of COVID-19.

Tabel 3 Correlatieanalyse

		1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	ROA	1								
2	ROE	0.186**	1							
3	Schuldgraad	-0.263**	-0.023	1						
4	Age	0.004	0.004	-0.003	1					
5	LnTA	0.011	0.036	-0.107***	0.121***	1				
6	LTO_maatstaf1	0.020	0.015	0.063**	0.122***	0.108***	1			
7	LTO_maatstaf2	0.051*	-0.026	-0.132***	0.001	0.309***	0.173***	1		
8	COVID	0.065**	-0.022	-0.006	0.046*	0.058**	0.002	0.006	1	
9	Liquiditeit	0.383***	0.050*	-0.324**	-0.059**	-0.218***	0.015	-0.025	0.065**	1

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

$N = 2176$

4.3 Regressieanalyse

De metingen van multicollineariteit, weergegeven door de Variance Inflation Factor (VIF), wijzen grotendeels op een afwezigheid van zorgwekkende multicollineariteit. Voor de modellen zonder interactietermen (tabel 4 tot en met 7) bedroeg de gemiddelde VIF 1.10, met individuele waarden variërend van 1.01 tot 1.22. Dit ligt ruim onder de algemeen aanvaarde grens van 10.

Vervolgens zijn de hypothesen getest om de directe en modererende effecten van COVID-19 op de return on assets (ROA) en return on equity (ROE) te analyseren. Voor deze analyses zijn verschillende financiële variabelen gebruikt. Er is een vergelijking gemaakt tussen modellen zonder interactietermen (tabel 4 tot en met 7) en modellen met interactietermen (tabel 8 tot en met 11). Hypothese 1 onderzoekt of COVID-19 een directe negatieve impact heeft op de bedrijfsresultaten. Dit is getest met de modellen zonder interactietermen in tabel 4 tot en met 7. Hypothese 2 onderzoekt of de langetermijnnoriëntatie (LTO) een modererend effect heeft op de impact van COVID-19 op bedrijfsresultaten. Dit is getest met modellen waarin interactietermen zijn opgenomen in tabel 8 tot en met 11.

De regressieanalyse toont aan dat COVID-19 geen significante negatieve impact heeft op de return on equity (ROE) in de modellen zonder interactietermen. Toch blijkt uit tabel 9 dat COVID-19 in het model met interactietermen een significant positief effect heeft op ROE ($\beta = 0.951$, $p = 0.077$). Dit resultaat suggereert dat de gemiddelde ROE tijdens de pandemie hoger lag dan in de periode ervoor. Tegelijkertijd toont de interactieterm COVID_LTO_2 in dezelfde tabel een significant negatief effect ($\beta = -0.261$, $p = 0.030$), wat erop wijst dat het positieve effect van COVID-19 op ROE afneemt naarmate de langetermijnnoriëntatie (LTO) toeneemt. Bij ondernemingen met een hoge LTO verdwijnt dit positieve effect zelfs volledig. Tabel 8 toont aan dat de interactievariabele COVID_LTO_1 geen significant effect heeft op ROE ($\beta = 0.008$, $p = 0.965$).

Voor de Return on Assets (ROA) laat tabel 6 zien dat COVID-19 een zwak maar significant positief effect heeft ($\beta = 0.007$, $p = 0.059$), wat bevestigd wordt in tabel 7. Dit wijst erop dat bedrijven tijdens de coronacrisis gemiddeld betere prestaties leverden op het vlak van ROA. De modellen met interactietermen tonen geen significant modererend effect van LTO op deze relatie. Tabel 10 laat zien dat COVID_LTO_1 geen significant effect heeft op ROA ($\beta = -0.007$, $p = 0.184$), en ook tabel 11 toont aan dat COVID_LTO_2 geen significante invloed uitoefent ($\beta = -0.004$, $p = 0.233$).

De controlevariabelen laten meerdere significante resultaten zien. Voor ROA toont tabel 6 aan dat de schuldgraad een negatief effect heeft ($\beta = -0.051$, $p < 0.001$), wat ook in tabel 7 wordt bevestigd ($\beta = -0.049$, $p < 0.001$), evenals in tabel 10 en 11. Daarentegen heeft liquiditeit een positief effect op ROA, zoals blijkt uit tabel 6 ($\beta = 0.207$, $p < 0.001$), tabel 7 ($\beta = 0.207$, $p < 0.001$), tabel 10 ($\beta = 0.207$, $p < 0.001$) en tabel 11 ($\beta = 0.207$, $p < 0.001$). De natuurlijke logaritme van de totale activa (lnTA) heeft eveneens een significant positief effect op ROA, zoals weergegeven in tabel 10 ($\beta = 0.004$, $p = 0.002$) en tabel 11 ($\beta = 0.004$, $p = 0.005$). Voor ROE laat tabel 4 zien dat liquiditeit een significant positief effect heeft ($\beta = 1.246$, $p = 0.007$), wat consistent blijft in tabel 5 ($\beta = 1.267$, $p = 0.006$), tabel 8 ($\beta = 1.246$, $p = 0.007$) en tabel 9 ($\beta = 1.251$, $p = 0.006$). Daarnaast toont tabel 4 en tabel 8 aan dat lnTA een significant positief effect heeft op ROE ($\beta = 0.100$, $p = 0.024$), en tabel 9 bevestigt dit eveneens ($\beta = 0.127$, $p = 0.005$).

Tabel 4 Regressieanalyse model ROE met LTO_maatstaf1

Variabele	Coefficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	-0.178	0.131	0.175
LTO_maatstaf1	0.029	0.082	0.721
Schuldgraad	0.036	0.267	0.892
Liquiditeit	1.246***	0.458	0.007
LnTA	0.100**	0.044	0.024
Age	0.000	0.002	0.921

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 2.11 ($p = 0.0000$)

R² waarde: 0.006

$N = 2176$

Tabel 5 Regressieanalyse model ROE met LTO_maatstaf2

Variabele	Coefficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	-0.182	0.131	0.166
LTO_maatstaf2	-0.111**	0.057	0.051
Schuldgraad	-0.004	0.266	0.988
Liquiditeit	1.267***	0.456	0.006
LnTA	0.128***	0.046	0.005
Age	0.000	0.002	0.945

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 2.72 ($p = 0.0288$)

R² waarde: 0.008

$N = 2176$

Tabel 6 Regressieanalyse model ROA met LTO_maatstaf1

Variabele	Coefficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	0.007*	0.004	0.059
LTO_maatstaf1	0.002	0.002	0.459
Schuldgraad	-0.051***	0.007	0.000
Liquiditeit	0.207***	0.013	0.000
LnTA	0.004***	0.001	0.002
Age	0.000	0.000	0.533

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 76.41 ($p = 0.0000$)

R² waarde: 0.175

$N = 2176$

Tabel 7 Regressieanalyse model ROA met LTO_maatstaf2

Variabele	Coëfficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	0.007	0.004	0.059
LTO_maatstaf2	0.002	0.002	0.284
Schuldgraad	-0.049*	0.007	0.000
Liquiditeit	0.207*	0.013	0.000
LnTA	0.004*	0.001	0.005
Age	0.000	0.000	0.453

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 76.54 ($p = 0.0000$)

R² waarde: 0.175

$N = 2176$

Tabel 8 Regressieanalyse model ROE met COVID_LTO_1

Variabele	Coëfficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	-0.223	1.030	0.829
COVID_LTO_1	0.008	0.179	0.965
LTO_maatstaf1	0.027	0.096	0.779
Schuldgraad	0.036	0.267	0.892
Liquiditeit	1.246***	0.458	0.007
LnTA	0.100**	0.044	0.024
Age	0.000	0.002	0.921

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 1.80 ($p = 0.082$)

R² waarde: 0.006

$N = 2176$

Tabel 9 Regressieanalyse model ROE met COVID_LTO_2

Variabele	Coëfficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	0.951*	0.537	0.077
COVID_LTO_2	-0.261**	0.120	0.030
LTO_maatstaf2	-0.038	0.066	0.562
Schuldgraad	-0.013	0.266	0.961
Liquiditeit	1.251***	0.456	0.006
LnTA	0.127***	0.046	0.005
Age	0.000	0.002	0.946

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 3.01 ($p = 0.0038$)

R² waarde: 0.010

N = 2176

Tabel 10 Regressieanalyse model ROA met COVID_LTO_1

Variabele	Coëfficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	0.045	0.029	0.119
COVID_LTO_1	-0.007	0.005	0.184
LTO_maatstaf1	0.004	0.003	0.184
Schuldgraad	-0.051***	0.007	0.000
Liquiditeit	0.207***	0.013	0.000
LnTA	0.004***	0.001	0.002
Age	0.000	0.000	0.537

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 65.77 ($p = 0.0000$)

R² waarde: 0.175

N = 2176

Tabel 11 Regressieanalyse model ROA met COVID_LTO_2

Variabele	Coëfficiënt (β)	Standaard Error	P-waarde
COVID	0.024	0.015	0.106
COVID_LTO_2	-0.004	0.003	0.233
LTO_maatstaf2	0.003	0.002	0.127
Schuldgraad	-0.050***	0.007	0.000
Liquiditeit	0.207***	0.013	0.000
LnTA	0.004***	0.001	0.005
Age	0.000	0.000	0.453

Noot. * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$

F-waarde: 65.82 ($p = 0.0000$)

R² waarde: 0.175

N = 2176

5 Discussie en conclusie

Deze studie onderzoekt de impact van de COVID-19-pandemie op de financiële prestaties van familiebedrijven, met nadruk op return on assets (ROA) en return on equity (ROE), evenals de modererende rol van langetermijnnoriëntatie (LTO).

Hypothese 1 stelt dat COVID-19 een negatieve impact heeft op de bedrijfsresultaten. De regressieanalyse laat echter zien dat deze hypothese niet bevestigd kan worden. Voor ROE werd geen significant effect van COVID-19 vastgesteld, terwijl voor ROA een zwak, toch significant positief

effect werd gevonden. Dit betekent dat bedrijven tijdens de pandemie gemiddeld genomen niet slechter presteerden wat betreft het rendement op activa, en globaal genomen zelfs beter. Deze bevindingen kunnen mogelijk worden verklaard door verschillende factoren die de impact van de pandemie hebben verzacht. Overheidsmaatregelen, zoals subsidies, belastingverlagingen en loonsubsidies, boden ondernemingen financiële ondersteuning om hun activiteiten te kunnen voortzetten ondanks de moeilijke omstandigheden (Dhyne & Duprez, 2021). Ook Verick et al. (2022) benadrukken het belang van overheidsinterventies bij het stabiliseren van de economie tijdens de crisis. Daarnaast heeft de pandemie gezorgd voor een versnelde digitalisering, waardoor bedrijven nieuwe marktkansen konden benutten en zich sneller konden aanpassen aan de veranderende omstandigheden (Altig et al., 2020; Eichenbaum et al., 2021).

Hypothese 2 stelt dat langetermijnnoriëntatie (LTO) een modererend effect heeft op de relatie tussen COVID-19 en de financiële prestaties van familiebedrijven. De resultaten tonen echter een ander patroon dan verwacht. In het model voor ROE met de interactieterm COVID_LTO_1 werd geen significant effect vastgesteld. Daarentegen laat het model met COVID_LTO_2 een significant negatief interactie-effect zien op ROE ($\beta = -0,261$, $p = 0,030$). COVID-19 had op zichzelf een zwak maar significant positief effect op ROE ($\beta = 0,951$, $p = 0,077$), maar dit effect nam af bij ondernemingen met een hogere score op LTO_maatstaf2. Bedrijven met een lage LTO zagen hun ROE toenemen tijdens de pandemie, terwijl bedrijven met een sterke LTO geen of zelfs negatieve financiële gevolgen ondervonden. Voor ROA werd geen enkel significant modererend effect waargenomen. In zowel het model met COVID_LTO_1 als dat met COVID_LTO_2 bleven de interactietermen niet significant. Dit impliceert dat LTO, ongeacht de gehanteerde maatstaf, geen duidelijk beschermend of versterkend effect had op de prestaties gemeten via ROA.

De resultaten tonen aan dat de invloed van LTO op de relatie tussen COVID-19 en bedrijfsresultaten sterk afhangt van de gehanteerde prestatie maatstaf alsook de gehanteerde LTO-maatstaf. In deze studie werd LTO gemeten aan de hand van twee verschillende schalen: LTO_maatstaf1, die focust op traditie en langetermijnplanning (8 items), en LTO_maatstaf2, die zich richt op toekomstgerichte doelen en projecten binnen het bedrijf (4 items). Enkel bij LTO_maatstaf2 werd een significant negatief interactie-effect vastgesteld op ROE, wat impliceert dat deze specifieke invulling van LTO tijdens een crisis nadelig kan zijn voor de winstgevendheid. Het verschil tussen beide maatstaven kan verklaren waarom de resultaten uiteenlopen afhankelijk van de operationalisering van LTO. Volgens Chrisman en Patel (2012) kunnen langetermijnstrategieën leiden tot verminderde flexibiliteit, waardoor bedrijven trager inspelen op kortetermijnverstoringen. Dit sluit aan bij de bevindingen van Miroshnychenko et al. (2023), die stellen dat niet alle vormen van LTO veerkrachtig zijn in crisistijden. Tegelijkertijd tonen de niet-significante resultaten in de ROA-modellen aan dat de operationele efficiëntie van bedrijven met een sterke LTO niet noodzakelijk negatief werd beïnvloed, wat erop wijst dat het effect van LTO sterk afhangt van de gehanteerde financiële maatstaf (Le Breton-Miller & Miller, 2006).

Verder werd vastgesteld dat controlevariabelen zoals liquiditeit en InTA een consistent positief effect hebben op zowel ROA als ROE, terwijl de schuldgraad een negatief effect vertoont op ROA. Deze bevindingen benadrukken het belang van een sterke financiële structuur, met voldoende liquide

middelen en activa, als buffer tegen economische onzekerheid en tijdelijke schokken (Brunnermeier & Pedersen, 2009; Lucic, 2014).

Op basis van de resultaten van dit onderzoek kan geconcludeerd worden dat hypothese 1 niet bevestigd wordt. COVID-19 had geen significante negatieve impact op de financiële prestaties van familiebedrijven, aangezien er geen negatieve effecten werden vastgesteld op ROE en een klein significant positief effect op ROA. Deze resultaten zijn in lijn met de vaststelling dat overheidsmaatregelen, zoals subsidies en loonsubsidies, een stabiliserend effect hebben gehad tijdens de pandemie, waardoor de directe impact op winstgevendheid beperkt bleef (Dhyne & Duprez, 2021; Verick et al., 2022).

Hypothese 2 wordt niet bevestigd. Alleen in het model met COVID_LTO_2 en ROE werd een significant effect gevonden, maar dit effect was negatief in plaats van bufferend. Voor ROA werd geen enkel significant modererend effect van LTO waargenomen. Dit impliceert dat LTO niet als een uniforme beschermende factor functioneerde tijdens de pandemie, wat ook eerder werd gesuggereerd door Chrisman en Patel (2012) en Miroshnychenko et al. (2023).

Met betrekking tot de centrale onderzoeksvraag: "Heeft een lange termijn gerichte aanpak familiebedrijven geholpen om beter om te gaan met de economische turbulentie veroorzaakt door de pandemie?" kan worden gesteld dat dit slechts gedeeltelijk het geval is. Hoewel een sterke LTO niet leidde tot slechtere operationele prestaties, bood het ook geen duidelijke bescherming tegen dalingen in winstgevendheid. Dit wijst erop dat familiebedrijven met een langetermijnvisie hun ROA konden behouden, maar dat hun ROE kwetsbaarder bleef voor externe schokken (Chrisman & Patel, 2012; Le Breton-Miller & Miller, 2006). Daaruit volgt dat familiebedrijven bij strategische planning niet uitsluitend mogen vertrouwen op hun lange termijnoriëntatie. Het is noodzakelijk om een evenwicht te vinden tussen toekomstgerichte investeringen en voldoende wendbaarheid op korte termijn, zeker in tijden van crisis (Obrenovic et al., 2020; Miroshnychenko et al., 2023). LTO blijft een waardevolle strategische eigenschap, maar moet in crisistijden worden aangevuld met adaptief vermogen en financiële veerkracht.

6 Praktische implicaties, beperkingen en aanbevelingen

De resultaten van dit onderzoek bieden belangrijke inzichten voor familiebedrijven en hun strategische planning, vooral met het oog op toekomstige crises zoals de COVID-19-pandemie. Een centrale vraag die uit dit onderzoek naar voren komt, is of een langetermijnoriëntatie als effectieve strategie kan dienen om crisissen te weerstaan. De bevindingen laten zien dat een sterke langetermijnoriëntatie weliswaar kan bijdragen aan innovatie en strategische flexibiliteit (Miroshnychenko et al., 2023; Obrenovic et al., 2020), maar niet automatisch leidt tot betere financiële prestaties tijdens een crisis. Sterker nog, de negatieve modererende uitwerking van de tweede maatstaf voor langetermijnoriëntatie op de return on equity suggereert dat een te sterke focus op langetermijndoelstellingen ook nadelige effecten kan hebben. Dit suggereert dat familiebedrijven hun langetermijnoriëntatie moeten aanvullen met voldoende flexibiliteit en kortetermijnaanpassingsvermogen om doeltreffend te kunnen reageren op onverwachte economische schokken (Chua et al., 1999).

Ondanks de inzichten die deze studie biedt, zijn er enkele beperkingen die toekomstige onderzoeken zouden kunnen aanpakken. Een eerste beperking is de geografische reikwijdte van de studie, die beperkt is tot België. Volgens Breuer en McDermott (2013) varieert de impact van economische crisissen wereldwijd afhankelijk van verschillen in overheidsbeleid en economische structuren. Dit suggereert dat de Belgische context waarin deze studie plaatsvond mogelijk niet representatief is voor andere economieën. Daarom is het belangrijk om in toekomstig onderzoek verschillende landen te betrekken om een vollediger beeld te krijgen van hoe familiebedrijven wereldwijd op dergelijke crises reageren.

Daarnaast is de tijdshorizon van de studie, die zich richt op de periode van 2015 tot en met 2021, een beperking. Een langere tijdshorizon zou helpen om de langetermijneffecten van COVID-19 en andere crises op bedrijfsprestaties beter te begrijpen. Altig et al. (2020) stellen dat de COVID-19-crisis digitalisering heeft versneld, wat bedrijven hielp sneller te herstellen. Daarom zou het interessant zijn voor toekomstig onderzoek om resultaten van de kredietcrisis van 2008-2009 en de periode na de coronacrisis erbij te betrekken. Hierdoor ontstaat een beter inzicht in effectieve strategieën tijdens crisissituaties, aangezien niet elke crisis dezelfde kenmerken heeft. Ook is het nuttig om meer resultaten te verkrijgen van bedrijven na de pandemie om de effectiviteit van hun strategieën te waarborgen.

Verder ligt de focus van deze studie op kwantitatieve analyses. Echter zouden kwalitatieve methoden zoals diepte-interviews met familiebedrijfseigenaren en managers licht kunnen werpen op de specifieke uitdagingen en strategieën die zij hebben toegepast tijdens de pandemie. Dit zou helpen om een beter beeld te krijgen over de mate van LTO voor, tijdens en na de pandemie (Chua et al., 1999). Een bijkomende beperking van deze studie is dat de steekproef enkel familiebedrijven omvat die al een eigendomsoverdracht hebben doorgemaakt. Dit betekent dat de resultaten voornamelijk gebaseerd zijn op mature familiebedrijven, terwijl jongere of startende familiebedrijven mogelijk anders reageren op economische schokken zoals de COVID-19-pandemie. Eerdere studies suggereren dat jonge ondernemingen vaak kwetsbaarder zijn tijdens crisissen, vanwege een gebrek aan financiële reserves en een minder gevestigde marktpositie (Miroshnychenko et al., 2023). Dit aspect kon in deze studie niet onderzocht worden, waardoor de resultaten mogelijk niet volledig generaliseerbaar zijn naar alle familiebedrijven. Toekomstig onderzoek zou daarom ook startende familiebedrijven kunnen betrekken om een vollediger beeld te krijgen van de rol van LTO in verschillende fasen van de bedrijfslevenscyclus.

Om de beperkingen van deze studie aan te pakken, zijn er enkele aanbevelingen voor toekomstig onderzoek. Ten eerste zou uitbreiding van de steekproef naar een grotere en meer diverse populatie kunnen bijdragen aan robuustere en meer generaliseerbare conclusies (Breuer & McDermott, 2013). Daarnaast zou toekomstig onderzoek andere potentiële moderatoren en mediators kunnen onderzoeken die van invloed kunnen zijn op de relatie tussen crises en bedrijfsprestaties, zoals leiderschapstijl, organisatorische cultuur en de rol van overheidssteun (Chua et al., 1999).

Er is ook behoefte aan meer onderzoek naar de langetermijneffecten van digitalisering op familiebedrijven. Kraus et al. (2020) laten zien dat familiebedrijven met een sterke digitale strategie

minder economische schade ondervonden tijdens de pandemie. Verder benadrukken Modi et al. (2024) dat digitalisering niet alleen de efficiëntie verhoogt, maar ook een cruciale factor is in de langetermijnstrategie van bedrijven.

Tot slot, aangezien familiebedrijven vaak intergenerationeel van aard zijn, zou toekomstig onderzoek kunnen kijken naar hoe verschillende generaties binnen een familiebedrijf omgaan met crises en hoe intergenerationele samenwerking bijdraagt aan de veerkracht van het bedrijf. Le Breton-Miller & Miller (2006) stellen dat intergenerationele samenwerking een kritische factor is voor de duurzaamheid van familiebedrijven. Tijdens crises kan de overdracht van kennis en ervaring tussen generaties helpen om beter in te spelen op economische uitdagingen.

7 Bronnenlijst

- Altig, D. E., Baker, S. R., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Chen, S., Davis, S. J., Leather, J., Meyer, B., Mihaylov, E., Mizen, P., Parker, N. B., Renault, T., Smietanka, P., & Thwaites, G. (2020). Economic uncertainty before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Public Economics*, 191. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2020.104274>
- Bearden, W. O., Money, R. B., & Nevins, J. L. (2006). A measure of long-term orientation: Development and validation. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(3), 456-467. <https://doi.org/10.1177/0092070306286706>
- Breuer, J. B., & McDermott, J. (2013). Economic depression in the world. *Journal of Macroeconomics*, 38, 153-173. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.08.014>
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201-2238. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>
- Centraal bureau van statistiek (2024). *Recessie*. CBS. Geraadpleegd op 18 februari 2024, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/onze-diensten/methoden/begrippen/recessie#:~:text=De%20conjunctuurfase%20die%20gekenmerkt%20wordt,beneden%20het%20langjarige%20gemiddelde%20ligt.>
- Chan, A., Cheng, F., & Cheng, S. L. (2023). Post-crisis sustainable performance of manufacturing SMEs: The roles of positive orientation, financial slack, and external networks. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 15(17), 12998. <https://doi.org/10.3390/su151712998>
- Chatzoudes, D., Chatzoglou, P., & Diamantidis, A. (2022). Examining the impact of firm-specific and environmental-specific factors on short and long-term firm survival during an economic crisis. *EuroMed Journal of Business*, 17(4), 698-730. <https://doi.org/10.1108/EMJB-02-2021-0026>
- Chrisman, J. J., & Patel, P. C. (2012). Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55(4), 976-997. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0211>

- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
<https://doi.org/10.1177/104225879902300402>
- Dhyne, E. & Duprez, C. (2021). De Belgische ondernemingen tijdens de COVID-19-crisis. *Economisch tijdschrift*. 68-89.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2021/ecorevii2021_h3.pdf
- Eichenbaum, M. S., Rebelo, S., & Trabandt, M. (2021). The Macroeconomics of Epidemics. *Review of Economic Studies*, 88(2), 564-603. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa064>
- Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2021). How valuable is financial flexibility when revenue stops? evidence from the COVID-19 crisis. *The Review of Financial Studies*, 34(11), 5474-5521. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa134>
- Flören, R. H. (2002). Cijfers en feiten van het familiebedrijf, 10 jaar onderzoek onder familiebedrijven. BDO Accountants et Adviseurs, 1-59.
- Hoffmann, C., Wulf, T., & Stubner, S. (2016). Understanding the performance consequences of family involvement in the top management team: The role of long-term orientation. *International Small Business Journal*, 34(3), 345-368.
<https://doi.org/10.1177/0266242614550500>
- Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations* (2nd ed.). Sage Publications.
- Hofstede, G., & Hofstede, G. J. (2005). Allemaal andersdenkenden: Omgaan met cultuurverschillen. Contact.
- Hu, S., & Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International review of economics & finance*, 74, 365-372.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.016>
- Huang, L., & Pearce, J. L. (2015). Managing the unknowable: The effectiveness of early-stage investor gut feel in entrepreneurial investment decisions. *Administrative Science Quarterly*, 60(4), 634-670. <https://doi.org/10.1177/0001839215597270>
- Kotane, I., & Kuzmina-Merlino, I. (2012). assessment of financial indicators for evaluation of business performance. *European Integration Studies (Kaunas University of Technology)*, (6).
<https://doi.org/10.5755/j01.eis.0.6.1554>
- 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 Behavior & Research*, 26(5), 1067-1092. <https://doi.org/10.1108/IJEBR-04-2020-0214>
- Law, J. & Smullen, J. (2014). *A dictionary of finance and banking* (4de editie). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acref/9780199229741.001.0001>

- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 731-746. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00147.x>
- Lindeijer, J. E., Rienstra, S. A. & Rietveld, P. (1997) De Bedrijfseconomische Haalbaarheid van Schadepreventie. *Speurwerk*, 1183. <https://www.cvs-congres.nl/cvspdfdocs/CVS1997deel3C.pdf#page=191>
- Lucic, L. (2014). Financial ratios in the function of business risk assessment. *Online Journal of Applied Knowledge Management*, 2(3), 21-34. https://www.iiakm.org/ojakm/articles/2014/volume2_3/OJAKM_Volume2_3pp21-34.pdf
- Lumpkin, G. T., Brigham, K. H., & Moss, T. W. (2010). Long-term orientation: Implications for the entrepreneurial orientation and performance of family businesses. *Entrepreneurship and Regional Development*, 22(3-4), 241-264. <https://doi.org/10.1080/08985621003726218>
- Maali, B. M., & Al-Attar, A. (2017). Corporate disclosure and cultural values: A test for multinational corporations. *The Journal of Developing Areas*, 51(3), 251-265. <https://doi.org/10.1353/jda.2017.0071>
- Manzaneque-Lizano, M., Alfaro-Cortés, E., & de la Cruz, Alba María Priego. (2019). Stakeholders and long-term sustainability of SMEs. who really matters in crisis contexts, and when. *Sustainability (Basel, Switzerland)*, 11(23), 6551. <https://doi.org/10.3390/su11236551>
- Miroshnychenko, I., Vocalelli, G., De Massis, A., Grassi, S., & Ravazzolo, F. (2024). The COVID-19 pandemic and family business performance. *Small Business Economics*, 62(1), 213-241. <https://doi.org/10.1007/s11187-023-00766-2>
- Modi, P., Pandey, V., & Bhattacharya, A. (2024). *The impact of innovation orientation on strategic R&D amidst macroeconomic shocks—an event study approach*. *Marketing Intelligence & Planning*. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MIP-11-2023-0609/full/html>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., ... & Agha, R. (2020). The socio-economic implications of the coronavirus pandemic (COVID-19): A review. *International Journal of Surgery*, 78, 185-193. <https://doi.org/10.1016/j.ijsu.2020.04.018>
- Obrenovic, B., Du, J., Godinic, D., Tsoy, D., Khan, M. A. S., & Jakhongirov, I. (2020). Sustaining enterprise operations and productivity during the COVID-19 pandemic: "Enterprise Effectiveness and Sustainability Model". *Sustainability*, 12(15), 5981. <https://doi.org/10.3390/su12115581>
- Prawirodipoero, G. M., Rahadi, R. A., & Hidayat, A. (2019). The influence of financial ratios analysis on the financial performance of micro small medium enterprises in indonesia. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 8, 393-400.

- Saputra, J., Thalib, S. B., & Arifin, Z. (2020). Corporate social responsibility and company performance: The mediating role of employee engagement. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 595-605. <https://doi.org/10.1002/csr.1859>
- Schaub, S. (2022). Global relationships between time preference and environmental policy performance. *Environmental Science & Policy*, 128, 102-109. <https://doi.org/10.1016/j.envsci.2021.11.017>
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Firm Performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>
- UNWTO. (2020). *Impact assessment of the COVID-19 outbreak on international tourism*. World Tourism Organization.
- Verick, S., Schmidt-Klau, D., & Lee, S. (2022). Is this time really different? How the impact of the COVID-19 crisis on labour markets contrasts with that of the global financial crisis of 2008–09. *International Labour Review*, 161(1), 125-148. <https://doi.org/10.1111/ilr.12230>
- Willy, S. (2017). Analysis of financial ratios to measure the company's performance in the sectors of consumer goods at Pt. Nippon Indosari Corpindo, Tbk and Pt. Mayora Indah, Tbk. *International Journal of Business and Economic Affairs*, 2(1), 45-51. <https://doi.org/10.24088/IJBEA-2017-21006>
- Zahra, S. A. (1996). Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities. *Academy of Management Journal*, 39(6), 1713-1735. <https://doi.org/10.5465/257076>
- Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., & Memili, E. (2012). Building a family firm image: How family firms capitalize on their family ties. *Journal of Family Business Strategy*, 3(4), 239-250. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.10.001>