



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Bepalen de bedrijfsprestaties de keuze voor externe verkoop versus familiale overdracht van het familiebedrijf?

Lisa Milis

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

BEGELEIDER :

De heer Shayan SHESHBLOCKI



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

Bepalen de bedrijfsprestaties de keuze voor externe verkoop versus familiale overdracht van het familiebedrijf?

Lisa Milis

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

BEGELEIDER :

De heer Shayan SHESHBLOOKI

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het slotstuk van mijn universitaire opleiding Handelswetenschappen, met als afstudeerrichting Accountancy, Financiering en Fiscaliteit aan de Universiteit van Hasselt. In dit academisch onderzoek wordt nagegaan of bedrijfsprestaties een invloed hebben op de keuze tussen familiale- en externe overdracht binnen een familiebedrijf. Het schrijven van dit werkstuk was een zeer leerrijke ervaring omdat ik de kans kreeg om de verworven kennis van de opleiding toe te passen in de praktijk.

Gedurende dit proces zijn er uiteraard ook wat uitdagingen aan bod gekomen, waarbij de hulp en ervaring van anderen onmiskenbaar was. Ik zou dan ook graag van deze gelegenheid gebruik maken om een aantal mensen te bedanken.

Graag zou ik mijn promotor, Prof. dr. Vandemaele, en mijn begeleider, Shayan Sheshblooki, willen bedanken. Hun ondersteuning, enthousiaste begeleiding en constructieve feedback hebben een zeer grote bijdrage gehad aan de uitwerking van deze masterproef.

Daarnaast zou ik ook graag mijn ouders en familie willen bedanken voor hun steun en motivatie tijdens deze intensieve periode. Deze ondersteuning heeft me namelijk geholpen om deze masterproef en mijn opleiding tot Master in de Handelswetenschappen te kunnen volbrengen.

Tot slot wens ik u, als lezer van dit wetenschappelijk artikel, veel leesplezier!

Lisa Milis

Alken, juni 2025

Samenvatting

Doel en methodologie

Wereldwijd nemen familiebedrijven 70 tot 90 procent van het ondernemingslandschap in, een aandeel dat zich in België vertaalt naar meer dan 60 procent van de bedrijven per gewest (Zellweger, 2017; Lambrecht & Molly, 2011). Toch wijst recent onderzoek erop dat Vlaamse ondernemers ouder dan 55 jaar in toenemende mate overwegen hun onderneming extern te verkopen, in plaats van deze binnen de familie over te dragen (Laveren et al., 2023). Deze keuze impliceert vaak het opgeven van *socioemotional wealth* (SEW), een veelgebruikt concept waaronder niet-financiële waarden vallen die als essentieel worden beschouwd in familiebedrijven (Gómez-Mejía et al., 2007; Berrone et al., 2012). Tegelijkertijd duiden studies op mogelijke voordelen van externe verkoop: extern overgedragen bedrijven zouden op lange termijn financieel beter presteren, wat bijdraagt aan de economische groei en werkgelegenheid (Wennberg et al., 2011).

Onderzoek heeft zich al gericht op een breed scala aan factoren die ten grondslag liggen aan de beslissing om al dan niet door te gaan met een bedrijf (Wennberg & DeTienne, 2014). Toch blijft de rol van bedrijfsprestaties binnen de keuze voor een exitstrategie bij familiebedrijven tot nu toe onderbelicht. De centrale onderzoeksvraag zal dus zijn: *Bepalen de financiële prestaties de keuze voor externe verkoop versus familiale overdracht van het familiebedrijf?* Omdat ook de impact van financiële bedrijfsprestaties op de financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf helemaal nog niet is onderzocht, werd ook dit meegenomen. De vermogensconcentratie van familiebedrijven is wel al onderzocht geweest (He, Zhang & Xiao, 2023).

In dit onderzoek werden de volgende hypothesen geformuleerd: (1) recente financiële bedrijfsprestaties hebben een positieve impact op de keuze voor familiale overdracht, (2) de positieve impact van recente financiële prestaties op de kans op familieoverdracht wordt versterkt wanneer het bedrijf ook in het verleden een stijging in financiële prestaties kende en (3) de kans op financiële afhankelijkheid van de familie is groter wanneer het bedrijf positieve historische financiële prestaties heeft gerealiseerd.

De analyses zijn gebaseerd op een combinatie van enquêtegegevens (2019) en financiële data uit Bel-First (2016–2019). Voor hypothesen 1 en 2 werd een steekproef van 240 Vlaamse familiebedrijven onderzocht, voor hypothese 3 een deelsteekproef van 110 familiebedrijven. De afhankelijke variabelen zijn de keuze voor familiale overdracht en financiële afhankelijkheid van de familie. Veranderingen in *Return on Assets* (ROA) vertegenwoordigen de onafhankelijke- en de moderatievariabele. Er werd gewerkt met logistische regressieanalyses waarbij gecontroleerd werd voor kenmerken zoals leeftijd van bedrijfsleider, generatie, eigendomsspreiding en bedrijfsgrootte.

Resultaten

De regressieanalyses tonen aan dat recente financiële bedrijfsprestaties (ΔROA , het verschil tussen ROA_{2019} en ROA_{2018}) een significante en positieve invloed hebben op de kans op familiale overdracht. Familiebedrijven die een stijging in hun ROA realiseerden, waren dus vaker geneigd het bedrijf binnen de familie te houden. Deze bevinding bevestigt eerdere literatuur die stelt dat goede prestaties worden gezien als een signaal van continuïteit en stimulans om het familie-erfgoed verder te zetten (De Massis et al., 2016; Gómez-Mejía et al., 2007). Daarnaast bleek dat bedrijven uit latere generaties eerder geneigd waren tot familiale overdracht dan bedrijven in eerste generatiebezit, wat in lijn is met literatuur over traditieopbouw en overdrachtsplanning in latere generaties (Drewniak et al., 2020). In eerste generatiebedrijven ontbreekt

mogelijk nog de emotionele verankering die SEW-waarden zoals identiteit en dynastieke opvolging sterker maakt (Berrone et al., 2012).

Hypothese 2 werd niet bevestigd: er werd geen modererend effect gevonden van historische financiële bedrijfsprestaties (ΔROA_2 , het verschil tussen ROA_{2017} en ROA_{2016}) op de relatie tussen recente financiële bedrijfsprestaties en de keuze voor familiale overdracht. Hoewel het hoofdverband tussen recente financiële bedrijfsprestaties en familiale overdracht wél significant blijkt, blijkt het effect niet afhankelijk van de prestaties in eerdere jaren. Er werd dus geen interactie-effect gevonden. Families reageren in deze context dus vooral op actuele signalen van succes, eerder dan op trends over meerdere jaren (Sharma & Manikutty, 2005; Zellweger, 2007). De neiging om familiale overdracht te verkiezen bij goede actuele resultaten lijkt dan ingegeven door een verlangen om het opgebouwde succes intern te verzilveren en de familiale betrokkenheid voort te zetten.

Voor hypothese 3 werd onderzocht of de kans op financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf groter is wanneer het bedrijf positieve historische financiële prestaties heeft gerealiseerd. Ook hier werd geen significant effect gevonden. Daarentegen werd er wel een duidelijk effect vastgesteld van eigendomsspreiding op financiële afhankelijkheid: hoe meer familieleden aandeelhouder zijn, hoe vaker er sprake is van hoge financiële afhankelijkheid. Dit suggereert dat gedeeld eigenaarschap niet alleen gezamenlijke financiële belangen creëert (gewonnen inkomen voor meerdere gezinsleden; Villalonga et al., 2015), maar ook vergelijkbare strategische voorkeuren: familieaandeelhouders streven naar continuïteit, vermijden kortetermijnrisico's en kiezen voor een stabiel dividend en conservatieve koers om zowel hun gezamenlijke financiële belangen als SEW te beschermen (Miller & Le Breton-Miller, 2005).

Hoewel de verwachte moderatie en directe effecten van historische financiële bedrijfsprestaties niet significant waren, bevestigen de analyses het belang van economische signalen als vertrekpunt voor overdrachtsintenties. De combinatie van een stijgende ROA en familiale controle blijkt voor een aanzienlijk deel van de onderzochte bedrijven voldoende motivatie om het bedrijf binnen de familie te houden. In dit opzicht versterken economische en emotionele logica elkaar: goede prestaties worden niet enkel financieel gewaardeerd, maar verhogen ook het vertrouwen in familiale opvolging en het behoud van het familie-erfgoed (Gómez-Mejía et al., 2007). Desondanks goede prestaties, kiest een deel van de bedrijven alsnog voor externe verkoop. Dit bevestigt dat andere factoren – zoals familiale conflicten, gebrek aan opvolgers, veranderde persoonlijke doelstellingen of een gunstige marktcontext – eveneens een rol spelen in het exitbeslissingsproces (Kammerlander & Khoury, 2025; Le Breton-Miller & Miller, 2018; Chrisman, Chua & Sharma, 2005).

De resultaten bieden praktische implicaties voor adviseurs, consultants en beleidsmakers. Door familiale ondernemers te begeleiden in het interpreteren van prestatiecijfers en het bespreken van eigendomsstructuren, kunnen zij beter inschatten of een familiale overdracht realistisch en wenselijk is. Daarnaast onderstrepen de bevindingen het belang van transparante communicatie over financiële prestaties binnen de familie, zeker wanneer meerdere leden financieel afhankelijk zijn van het bedrijf.

Kritische beschouwing

Deze studie kent verschillende beperkingen. Ten eerste werd uitsluitend gewerkt met secundaire data. De gebruikte enquête was niet specifiek ontworpen voor dit onderzoek, waardoor bijvoorbeeld de financiële

afhankelijkheid van de familie slechts via één vraag werd bevraagd, waarvan maar twee antwoordopties van de vier bruikbaar waren. Daardoor bleef de analyse van financiële afhankelijkheid vrij beperkt, en kon dit concept niet dieper worden onderzocht.

Ook bracht het gebruik van secundaire data (de enquête) het risico op verschillende vormen van bias met zich mee. Denk hierbij aan sociale wenselijkheid van de bedrijfsleiders of interpretatieverschillen bij de enquêtevragen. Ook onderrapportering van familiale spanningen of onzekerheid over de toekomst kan tot vertekening hebben geleid. Verder werd uitsluitend gebruikgemaakt van objectieve financiële prestatie-indicatoren (ROA). Hoewel dit een veelgebruikte en betrouwbare maatstaf is, wijst eerdere literatuur erop dat niet zozeer de absolute cijfers, maar eerder de perceptie van prestaties door de bedrijfsleider een doorslaggevende rol kan spelen in overdrachtsbeslissingen (De Massis et al., 2016).

Toekomstig onderzoek zou er dan ook goed aan doen om niet alleen objectieve, maar ook perceptuele en emotionele factoren te integreren, door bijvoorbeeld gebruik te maken van diepte-interviews. Daarnaast is longitudinaal onderzoek wenselijk, waarbij bedrijven over een langere periode worden opgevolgd. Dit zou niet alleen toelaten om causale verbanden sterker te onderbouwen, maar ook om te analyseren hoe intenties zich ontwikkelen tot gedrag, en welke factoren deze evolutie beïnvloeden.

Inhoudsopgave

1. Probleemstelling.....	10
2. Literatuurstudie	13
2.1 De exit van familiebedrijven: een overzicht.....	13
2.1.1 Het concept en belang van ondernemersexit	13
2.1.2 Exitstrategieën	13
2.2 Invloedrijke determinanten bij exitstrategieën.....	16
2.2.1 Bedrijfsprestaties	17
2.2.2 Socioemotional Wealth (SEW)	19
2.2.3 Financiële afhankelijkheid familie ten opzichte van bedrijf	21
2.3 Relatie tussen de economische en niet-economische factoren	22
3. Hypothese ontwikkeling met conceptueel model	24
4. Methodologie.....	28
4.1 Steekproef en dataverzameling	28
4.2 Variabelen.....	29
4.2.1. Afhankelijke variabele:	29
4.2.2. Onafhankelijke variabele:.....	29
4.2.3. Moderatorvariabele:.....	30
4.2.4. Afhankelijke variabele:	31
4.2.5. Onafhankelijke variabele:.....	31
4.2.6. Controlevariabelen:	31
5. Resultaten	33
5.1 Descriptieve analyse	33
Conceptueel model 1 (H1 en H2):	33
Onafhankelijke variabele recente financiële bedrijfsprestaties	33
Conceptueel model 2 (H3)	34
Bij beide modellen:	34
Moderatorvariabele/onafhankelijke variabele historische financiële bedrijfsprestaties.....	34
Controlevariabelen	34
5.2 Correlatiematrix	36
5.3 Testen van hypotheses.....	38
6. Discussie	44
7. Conclusie.....	47
8. Bibliografie	48

Lijst van figuren

Figuur 1: Conceptueel model voor H1 en H2	27
Figuur 2: Conceptueel model voor H3	27

Lijst van tabellen

Tabel 1: Descriptieve analyse steekproef H1 en H2	35
Tabel 2: Descriptieve analyse steekproef H3	36
Tabel 3: Pearson correlatie voor H1 en H2 (n = 240)	37
Tabel 4: Pearson correlatie voor H3 (n= 110)	38
Tabel 5: Resultaten regressieanalyse algemeen model	40
Tabel 6: Resultaten regressieanalyse H1	41
Tabel 7: Resultaten regressieanalyse H2	42
Tabel 8: Resultaten regressieanalyse H3	43

1. Probleemstelling

Familiebedrijven spelen een cruciale rol in de wereldeconomie en leveren een aanzienlijke bijdrage aan de welvaart en werkgelegenheid (De Massis, Chua & Chrisman, 2008; Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007). In België is ongeveer 45 procent van de werknemers actief in familiebedrijven (Lambrecht & Molly, 2011). Daarom is de manier waarop deze bedrijven hun toekomst vormgeven essentieel voor zowel hun eigen duurzame groei, als de economische stabiliteit (De Massis et al., 2008). Familiebedrijven kenmerken zich door een sterke betrokkenheid, voortkomend uit de toewijding en emotionele binding van familieleden met het bedrijf en onderscheiden zich door een transgenerationale visie, een collectieve identiteit en een duidelijke set familiewaarden (Gómez-Mejía et al., 2007; Sharma & Manikutty, 2005; Chirico & Salvato, 2008).

Binnen het huidige ondernemingslandschap overwegen steeds meer Vlaamse ondernemers ouder dan 55 jaar om hun onderneming extern te verkopen, in plaats van deze over te dragen aan familieleden (Laveren, Steijvers, & Umans, 2023). Uit het onderzoek van Von Bonsdorff, M. E., Lahtonen, J., Von Bonsdorff, J., en Varamäki, E. (2019) blijkt dat ondernemers van de leeftijdscategorie van 55 tot 63 jaar deze trend volgen en vaker kiezen voor externe verkoop. Senior ondernemers van 64 jaar en ouder vertonen echter een andere voorkeur: zij kiezen vaker voor familiale opvolging (Von Bonsdorff et al., 2019). Umans, Lybaert, Steijvers en Voordeckers (2021) benadrukken de noodzaak om de antecedenten van deze keuze verder te onderzoeken. Familiale overdracht wordt namelijk vaak gezien als een manier om het erfgoed van de familie en de waarden van het bedrijf te waarborgen (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012). Wanneer familiebedrijven echter vaker voor een externe verkoop kiezen, bestaat het risico dat de unieke bedrijfscultuur, interne samenhang en identiteit verloren dreigen te gaan. Dit kan niet alleen invloed hebben op de interne dynamieken, maar ook op de perceptie van klanten en andere stakeholders van het bedrijf (Dyer, 1986; Freeman, 2010; Fombrun & Shanley, 1990). Tegelijkertijd duiden studies op mogelijke voordelen van externe verkoop. Zo wijzen de bevindingen van Wennberg, Wiklund, Hellerstedt en Nordqvist (2011) erop dat extern verkochte bedrijven op lange termijn financieel beter presteren dan bedrijven die binnen de familie worden overgedragen, wat bijdraagt aan de economische groei en werkgelegenheid in de regio. Het afstoten van een familiebedrijf hoeft dus niet per se een teken van falen te zijn, maar kan juist noodzakelijk zijn om concurrentievoordeel te behouden in de markt (Sharma & Manikutty, 2005).

Traditioneel wordt aangenomen dat eigenaars van familiebedrijven – vanuit een *socioemotional wealth* perspectief – doorgaans een interne opvolging als natuurlijke exitstrategie overwegen (Arregle, Hitt, Sirmon & Very, 2007). '*Socioemotional wealth*' (SEW) vormt het centrale uitgangspunt waarop een familiebedrijf zijn besluitvorming baseert, waarbij families hun diepgewortelde missie en doelstellingen willen waarborgen. (Gomez-Mejia, et al., 2007). Voor de familiale eigenaars fungeert SEW dan ook als een cruciaal 'referentiekader' (Gomez-Mejia et al., 2007). Familieleden hechten vaak meer belang aan het waarborgen van de continuïteit van het bedrijf, zelfs als dit ten koste gaat van directe economische voordelen. Het bedrijf is immers niet alleen een bron van inkomsten, maar vertegenwoordigt ook de identiteit en geschiedenis van de familie (Gomez-Mejia et al., 2007). Hoewel niet-familiale CEO's en managers mogelijk enige betrokkenheid bij SEW ervaren, is de waarde ervan voor families meer intrinsiek, wordt het behoud ervan een doel op zich, en is het verankerd op een diep psychologisch niveau onder de eigenaars wiens identiteit onlosmakelijk verbonden is met de organisatie (Berrone, Cruz, Gomez-Mejia & Larrazza-Kintana, 2010). Dit verklaart waarom, ondanks de mogelijkheid van hogere economische rendementen via een externe verkoop,

familiebedrijven ervoor kiezen de verkoop uit te stellen of zelfs te vermijden om hun SEW te beschermen. Dit illustreert de complexe balans tussen economische- en emotionele factoren (Chirico, Gómez-Mejía, Hellerstedt, Withers & Nordqvist, 2020). Berrone et al. (2012, p. 6) benadrukken de emotionele band die gezinnen met een lange geschiedenis en betrokkenheid met hun bedrijf delen: "Omdat de grenzen tussen familie en bedrijf in familiebedrijven vaak vervagen... doordringen emoties de organisatie, waardoor het besluitvormingsproces van het familiebedrijf wordt beïnvloed". Dit kan leiden tot de bereidheid om lagere prestaties te accepteren om de relatie te behouden. Tot slot benadrukken Chirico et al. (2020) dat de keuze van familiebedrijven om te verkopen, fuseren of liquideren sterk wordt beïnvloed door hun verlangen om de SEW al dan niet te behouden. Deze keuze is bovendien nauw verbonden met de bereidheid van de familiale CEO of manager om de controle uit handen te geven, wat ook betekent dat zij hun invloed en autoriteit binnen het bedrijf moeten opgeven (Chirico et al., 2020).

Naast emotionele aspecten zijn ook relationele, contextuele en financiële factoren belangrijke determinanten bij de beslissing omtrent familiale opvolging, aangezien ze een remmende werking kunnen hebben op deze keuze (De Massis et al., 2008). Volgens De Massis et al. (2008) kunnen contextuele en financiële factoren een doorslaggevende rol spelen bij de keuze om af te zien van familieopvolging, zelfs wanneer geschikte en gemotiveerde opvolgers beschikbaar zijn. Deze factoren bepalen immers in belangrijke mate of een familiebedrijf als financieel levensvatbaar en winstgevend wordt beschouwd. Wanneer dit niet het geval is, kan de verkoop van het bedrijf als een voor de hand liggende optie worden gezien. Bovendien kan een werkelijke of verwachte achteruitgang in de bedrijfsprestaties ook op zijn beurt de financiële aantrekkelijkheid van het bedrijf voor potentiële opvolgers verminderen (Sharma, Chrisman, Pablo & Chua, 2001). Ook Wennberg en Detienne (2014) benadrukken dat bedrijfsprestaties een cruciale rol spelen bij de keuze voor een potentiële exitstrategie. Ten slotte vermelden Wennberg, Wiklund, DeTienne en Cardon (2010) dat het duidelijk is dat prestaties, of het nu gaat om individuele inkomsten uit zelfstandig ondernemerschap of om de winstgevendheid op bedrijfsniveau, een belangrijke invloed hebben op potentiële exitroutes, de ontwikkeling van exitstrategieën en het proces van ondernemersexit. Aangezien bovenstaande stellingen nog niet wetenschappelijk zijn onderzocht, vormt dit een interessante basis voor verder onderzoek.

Vervolgens is de afweging tussen de emotionele en financiële factoren bij de exitstrategie van familiebedrijven niet onderbelicht gebleven. Chirico et al. (2020) onderzochten empirisch verschillen in exitstrategieën tussen familie- en niet-familiebedrijven wanneer zij geconfronteerd worden met financiële moeilijkheden of andere vormen van prestatieverlies, met bijzondere aandacht voor de rol van SEW-bescherming in deze processen. Hun onderzoek toont aan dat familiebedrijven, bij verslechterende prestaties, eerder kiezen voor fusie dan voor ontbinding of verkoop, terwijl niet-familiebedrijven de voorkeur geven aan verkoop, gevolgd door ontbinding en uiteindelijk fusie. Bovendien verlaten familiebedrijven bij lagere prestatieniveaus minder snel de markt vanwege hun grotere focus op niet-financiële voordelen. Dit impliceert dat de minst presterende organisaties niet altijd het meest geneigd zijn tot exit (Chirico et al., 2020; DeTienne & Chirico, 2013).

De managementliteratuur erkent steeds vaker dat niet alleen de oprichting van bedrijven, maar ook hun uiteindelijke exitstrategie van belang is (bijv. Decker & Mellewigt, 2007; DeTienne, 2010). Toch heeft de ondernemersexit minder aandacht gekregen in vergelijking tot andere fases in de levenscyclus van een bedrijf, zoals de start-upfase, toetreding tot de markt, groei en innovatie (DeTienne & Cardon, 2012). Hoewel

een ondernemingsexit een belangrijk veranderingsinitiatief vertegenwoordigt, hebben managementonderzoekers historisch gezien meer aandacht besteed aan de kant van de koper dan aan die van de verkoper. Dit komt doordat overnames vaak worden geassocieerd met groei en succes (Decker & Mellewight, 2007). Bovendien is er tot op heden weinig bekend over de verschillen in de keuze voor exitstrategieën tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven (Chirico et al., 2020).

Het exitproces van een onderneming is daarnaast een complex en multidimensionaal proces aangezien ondernemers geconfronteerd worden met nieuwe operationele en technische taken, terwijl ze ook nieuwe emoties moeten verwerken en vaak geen ervaring hebben met het verlaten van een bedrijf (Wennberg et al., 2010). Hierdoor blijft de lijst van determinanten onvolledig. Onderzoek heeft zich daarom gericht op een breed scala aan factoren die ten grondslag liggen aan de beslissing om al dan niet door te gaan met een bedrijf (voor een overzicht, zie Wennberg & DeTienne, 2014). Toch blijft de rol van bedrijfsprestaties binnen de keuze voor een exitstrategie bij familiebedrijven tot nu toe onderbelicht. Zo halen Symeonidou, DeTienne en Chirico (2022) aan dat toekomstig onderzoek zou kunnen drempels gedetailleerder te identificeren door de impact van eerdere groeicijfers ten opzichte van percepties in kaart te brengen. De impact van de financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf – oftewel de mate waarin het familievermogen geconcentreerd is in de onderneming – op de keuze voor externe verkoop versus familiale overdracht is helemaal nog niet onderzocht. De vermogensconcentratie van familiebedrijven is wel al onderzocht geweest (He, Zhang & Xiao, 2023). De onderzoeksvraag zal dus zijn: 'Bepalen de bedrijfsprestaties de keuze voor externe verkoop versus familiale overdracht van het familiebedrijf?'. Met bedrijfsprestaties bedoelen we meer specifiek de financiële bedrijfsprestaties.

Om dit thema nauwkeurig en gedetailleerd te onderzoeken zal er in de eerste plaats een literatuurstudie plaatsvinden. Hierin zal er dieper worden ingegaan op de ondernemersexit en de factoren die een invloed kunnen hebben op de keuze van een exitstrategie. Vervolgens zal er een empirisch onderzoek uitgevoerd worden waarbij er aan de hand van beschikbare data en gevonden resultaten getracht zal worden een antwoord te formuleren op het centrale thema van dit onderzoek.

Het doel van deze masterproef is dan ook om bij te dragen aan reeds beschikbare wetenschappelijke literatuur, met een specifieke focus op de relatie tussen financiële bedrijfsprestaties en familieoverdracht. Verder wordt onderzocht in welke mate positieve historische financiële prestaties samenhangen met de financiële afhankelijkheid van de familie binnen familiebedrijven die kiezen voor familieoverdracht. Tot slot wordt nagegaan of historische financiële prestaties een versterkend effect hebben op de relatie tussen recente financiële prestaties en de kans op familieoverdracht. Dit verklarende onderzoek maakt gebruik van kwantitatieve analyses, waarbij secundaire data uit bestaande databases en rapporten wordt geanalyseerd.

2. Literatuurstudie

2.1 De exit van familiebedrijven: een overzicht

2.1.1 Het concept en belang van ondernemersexit

a. Definities van exit

De ondernemersexit is ongetwijfeld een sleutelement in het ondernemersproces (Kołodkiewicz, Kozłowski & Wojtyra-Perlejewska, 2023). Alle ondernemers zullen vroeg of laat hun bedrijf verlaten; sommigen doen dit ruim vóór hun gebruikelijke pensioenleeftijd, terwijl anderen pas vertrekken kort voor hun overlijden (Von Bonsdorff et al., 2019). Ondernemersvertrek kan worden gedefinieerd als 'het proces waarbij de oprichters van niet-beursgenoteerde bedrijven het bedrijf verlaten dat ze hebben helpen oprichten; waardoor zij zich, in verschillende mate, onttrekken aan de primaire eigendoms- en besluitvormingsstructuur van het bedrijf' (Wennberg & DeTienne, 2014). Deze definitie benadrukt de keuze van de ondernemer om afstand te nemen van zijn onderneming. Daarnaast bieden Stam, Thurik en Van der Zwan (2010) een aanvullende definitie en beschrijven de ondernemingsexit als 'de beslissing om een ondernemerscarrière te beëindigen', wat impliceert dat de beslissing om te vertrekken permanent kan zijn, of op zijn minst dat het een grote verschuiving in werkactiviteit en/of werkidentiteit vertegenwoordigt (Markowska, 2011). Brauer (2006) en Detienne (2010) gaan zelfs verder door te stellen dat het verlaten van een onderneming de meest drastische, onomkeerbare en fundamentele strategische actie is die een bedrijf kan ondernemen. Gezien de emotionele en financiële betrokkenheid van ondernemers bij hun bedrijf, is exit vaak een intens emotioneel proces dat gevoelens van verlies en verdriet kan veroorzaken (Jenkins, Wilund & Brundin, 2014; Shepherd, 2003). Dit emotioneel proces is het gevolg van *socioemotional wealth* (SEW), dat verwijst naar de niet-financiële waarden en belangen die familieleden ontleen aan hun bedrijf (Gómez-Mejía et al., 2007, zie sectie 2.2.2).

b. De belangrijke rol van exit bij familiebedrijven

Het belang van ondernemingsexit wordt in toenemende mate erkend, zowel in de wetenschap als in de praktijk (DeTienne, McKelvie & Chandler, 2015). Dit onderwerp heeft reeds aandacht gekregen in diverse wetenschapsgebieden, waaronder economie, sociologie, organisatiestudies en onderzoek naar ondernemerschap (Von Bonsdorff et al., 2019). Een belangrijke reden voor deze groeiende interesse is dat een exit aanzienlijke financiële gevolgen kan hebben, vaak complex van aard is, en, net als veel andere uitkomsten van ondernemerschap, gepaard gaat met onzekere uitkomsten (DeTienne et al., 2015; Wennberg & DeTienne, 2014). De keuze van een geschikte exitstrategie door een ondernemer draagt bij aan de succesvolle overdracht van het eigendom en het management van een bedrijf (Kołodkiewicz et al., 2023).

Om de exit van ondernemers beter te kunnen begrijpen, is het essentieel om te verduidelijken wie of wat er uitstapt en welke middelen worden ingezet om het bedrijf of de markt te verlaten (Von Bonsdorff et al., 2019). In deze studie richten we ons specifiek op de exit van eigenaars van familiebedrijven. De verschillende exitstrategieën die familiale eigenaars kunnen toepassen, worden behandeld in sectie 2.1.2.

2.1.2 Exitstrategieën

Een onlosmakelijk onderdeel van de ondernemingsexit, is de keuze van de exitstrategie (Kołodkiewicz et al., 2023). Een exitstrategie verwijst naar de manier waarop de ondernemer het bedrijf wil verlaten. Dit verschilt van onderzoek naar ondernemersexit, waar de focus ligt op het empirisch vaststellen van de exit als gebeurtenis nadat deze heeft plaatsgevonden (Headd, 2003; Wennberg et al., 2010). Terwijl sommige

ondernemers bij de start van hun onderneming al een expliciete exitstrategie voor ogen hebben, beginnen anderen zonder na te denken over de uiteindelijke uitkomst (DeTienne & Cardon, 2012).

Familiale eigenaars hebben diverse mogelijkheden om hun onderneming te verlaten, en de keuze voor een specifieke exitstrategie is afhankelijk van individuele, bedrijfs- en sectorspecifieke factoren, waarvan we enkele bespreken in sectie 2.2 (DeMassis et al., 2008). Ambrose (1983) legde een vroege basis voor onderzoek naar exitstrategieën door onderscheid te maken tussen opvolging en liquidatie als mogelijke uitkomsten. Later onderzoek breidde dit verder uit (bijvoorbeeld Schary, 1991). Daarnaast identificeerden Birley en Westhead (1993) vijf veelvoorkomende exitroutes op basis van een analyse van bedrijven die te koop werden aangeboden in de Financial Times: verkoop, management buy-outs, beursintroductions, fusies en liquidaties. Poulsen en Stegemoller (2008) voegden hieraan toe dat factoren zoals groeicijfers, waarderingsratio's en kapitaalbeperkingen een belangrijke rol spelen bij het onderscheid tussen deze strategieën.

Een invloedrijk theoretisch kader, ontwikkeld door DeTienne et al. (2012), identificeert drie specifieke exitstrategieën waarop familiale eigenaars uit de onderneming kunnen stappen: stewardship-gebaseerd, financieel beloningsgericht en beëindigingsgericht. Deze typologie werd later ook door andere onderzoekers gevolgd (Wennberg & DeTienne, 2014; DeTienne & Chirico, 2013). Een stewardship-gebaseerde exitstrategie verwijst naar een strategie die voortkomt uit een "voortdurend gevoel van verplichting of plicht tegenover anderen" (Hernandez, 2012, p. 174) en richt zich op het waarborgen van de continuïteit van het bedrijf en het welzijn van familie, werknemers en andere belanghebbenden (DeTienne et al. 2012). Familiale opvolging - het proces waarbij familiale eigenaars het eigendom van hun bedrijf overdragen aan een of meer andere familieleden (zie 2.1.2.1), vaak de kinderen van de eigenaars (Sharma, Chrisman, & Chua, 2003) - is een veelvoorkomende stewardship-gebaseerde exitstrategie (DeTienne et al., 2012). Dit biedt familieleden de mogelijkheid om in de toekomst financiële voordelen te behalen en stelt de ondernemer in staat om een zekere mate van invloed te behouden (DeTienne et al., 2015). Degenen die deze strategie volgen zijn, met andere woorden, bereid persoonlijke financiële voordelen op te offeren om de langetermijnvisie van de familie te bevorderen en het welzijn van andere belanghebbenden op lange termijn te beschermen (Miller, Le Breton-Miller & Scholnick, 2008). Daarnaast krijgt het eigendom van het bedrijf een rol als bewaarder van de familiegeschiedenis, waardoor de eigenaar en eerdere generaties zich kunnen 'uitstrekken' naar de toekomst (Zellweger & Astrachan, 2008, p. 355). Daarom leidt een verhoogde SEW ertoe dat familie eigenaars het stopzetten van het bedrijf beschouwen als het loslaten van de familie. Het nastreven van een stewardship-gebaseerde exitstrategie in de vorm van familiale opvolging wordt dus beschouwd als het primaire doel binnen familiebedrijven en is vaak ook de belangrijkste maatstaf voor prestaties (Sharma et al., 2003).

Daarentegen zullen lagere niveaus van SEW familiale eigenaars meer openstellen voor het overwegen van financieel beloningsgerichte of beëindigingsgerichte exitstrategieën (Doughty & Hill, 2000; Salvato, Chirico & Sharma, 2010). Een financieel beloningsgerichte exitstrategie is gebaseerd op het behalen van de hoogste potentiële opbrengsten voor de eigenaars (Babich & Sobel, 2004; DeTienne et al., 2012). Degenen die deze strategie volgen, geven de voorkeur aan persoonlijke financiële opbrengsten boven andere doelen. Onderzoek heeft aangetoond dat deze exits vaak plaatsvinden via beursintroductions (IPO's) en bedrijfsovernames (Giot & Schwenbacher, 2007), hoewel een beursintroduction een zeldzame strategie is voor kleine bedrijven. Bij kleine en middelgrote ondernemingen is de meest voorkomende strategie de

verkoop van het bedrijf aan een individu of een ander bedrijf (DeTienne, 2010). Een beëindigingsgerichte exitstrategie, ten slotte, verwijst naar het uiteindelijke stopzetten van een onderneming en het liquideren van haar activa (DeTienne et al., 2012). Deze strategie is minder relevant voor ons onderzoek, aangezien de activiteiten van het bedrijf worden doorgezet: ofwel via een familiale overdracht, ofwel via een externe verkoop.

Afhankelijk van de determinanten die in paragraaf 2.2 nog zullen worden besproken, kan elk van de aangehaalde exitstrategieën worden toegepast bij de exit van de familiale ondernemer. In dit onderzoek wordt de focus gelegd op familiale overdracht en externe verkoop.

a. Familiale overdracht van het familiebedrijf

Familiale overdracht doet zich voor wanneer één of meer leden van de kernfamilie het eigendom van het familiebedrijf aan een opvolger (echtgenoot of kinderen) overlaten (Wennberg et al., 2011). Deze overdracht vereist niet alleen de intentie van de volgende generatie om het familiebedrijf over te nemen (Sharma et al., 2001), maar ook de bereidheid van het huidige topmanagementteam om hun posities op te geven ten gunste van nieuwe familiale leiders (De Massis et al., 2008). In die zin vertegenwoordigt familiale overdracht een voortdurende inzet van een familie voor ondernemerschap, waarbij de intrede van de nieuwe generatie samengaat met het vertrek van de vorige (Wennberg et al., 2011).

Hoewel familiale overdracht vaak als de ultieme voorkeur van familiale eigenaars wordt beschouwd (Wiklund, Nordqvist, Hellerstedt & Bird, 2013) en een belangrijk doel is van veel familiebedrijven (Khosa, 2020; Chirico et al., 2020), is het succes ervan niet vanzelfsprekend. Slechts 30% van de familiebedrijven slaagt erin om succesvol over te gaan naar de tweede generatie (Ward, 1987). Succes bij familiale opvolging hangt niet alleen af van financiële prestaties, maar ook van niet-financiële factoren zoals samenwerking, familierelaties en effectieve kennisoverdracht (Cater & Justis, 2009). Dit sluit aan bij empirisch bewijs dat intra-familiale overdrachten een hogere kans op overleving bieden, mede dankzij het behoud van *socioemotional wealth*, een kenmerkend element van familiebedrijven (Wennberg et al., 2011; Berrone et al., 2012).

Een belangrijk voordeel van familiale overdracht is dat unieke waarden en praktijken, zoals SEW, behouden blijven binnen het bedrijf. Families die gericht zijn op het behoud van het bedrijf voor toekomstige generaties zijn doorgaans bereid om op lange termijn te denken en niet alleen het welzijn van het bedrijf, maar ook dat van andere belanghebbenden te beschermen (Nordqvist, Wennberg, Bau & Hellerstedt, 2013; Wennberg et al., 2011). Bovendien biedt succesvolle opvolging familiebedrijven een concurrentievoordeel ten opzichte van niet-familiebedrijven, doordat ze gebruik blijven maken van de unieke gedragingen, interne kennis en loyaliteit van familieleden, wat essentieel is voor het creëren van een duurzaam concurrentievoordeel (Tatoglu, Kula & Glaister, 2008; Bjuggren & Sund, 2001; Khosa, 2020).

Toch brengt familiale overdracht ook uitdagingen met zich mee. Familiale eigenaars zullen bijvoorbeeld eerder bereid zijn persoonlijke financiële voordelen op te offeren om de langetermijnvisie van de familie te waarborgen (Nordqvist et al., 2013; Wennberg et al., 2011). Bovendien zijn er misschien geen geschikte familieleden die bereid of in staat zijn om het eigendom en het beheer van het bedrijf op zich te nemen (Wright, Thompson & Robbie, 1992). Ondanks deze beperkingen blijft de overdracht van het bedrijf aan familieleden een krachtige uiting van de voortzetting van de ondernemersgeest binnen de familie (Wennberg et al., 2011).

b. Externe verkoop van het familiebedrijf

Als alternatief voor het doorgeven van het bedrijf aan de volgende generatie familieleden, kunnen eigenaar-managers besluiten het bedrijf te verlaten en het eigendom over te dragen aan externe partijen. Bij deze vorm van overdracht nemen niet-familiale personen het eigenaarschap over (Wennberg et al., 2011). Dit is vooral een optie wanneer er geen geschikte familiale opvolger beschikbaar is (Cucculelli & Micucci, 2008) of wanneer de familiale eigenaars ervoor kiezen hun investering te verzilveren en nieuwe zakelijke kansen na te jagen (Mason & Harrison, 2006).

De externe verkoop kan op verschillende manieren worden gerealiseerd. Een handelsverkoop aan een andere organisatie of een beursgang (IPO) zijn bekende opties (Scholes, Westhead & Burrows, 2008). Beide routes kennen echter hun nadelen. Een handelsverkoop kan onaantrekkelijk zijn omdat de familiale eigenaars dan vaak hun betrokkenheid bij het bedrijf verliezen, terwijl een IPO voor veel familiebedrijven financieel en technisch te complex kan zijn (Poutziouris, 2002). Om deze problemen te omzeilen, kiezen sommige familiebedrijven voor alternatieve vormen van overdracht, zoals een management buy-out (MBO) of een management buy-in (MBI) (Scholes et al., 2008). Bij een MBO neemt het bestaande management het bedrijf over, doorgaans met ondersteuning van externe financiers zoals banken of durfkapitaalbedrijven (Scholes et al., 2008). Deze route biedt de mogelijkheid om het huidige managementteam grotendeels intact te houden, terwijl familieleden in beperkte mate betrokken kunnen blijven (Wright & Coyne, 2018). In gevallen waarin er geen geschikte interne opvolger is, wordt er gekozen voor een MBI, waarbij externe managers het bedrijf overnemen (Scholes et al., 2008). Daarnaast vergroten MBO en MBI de kans dat de identiteit en ethos van het bedrijf behouden blijven. Dit is belangrijk voor familiale eigenaars die het bedrijf willen of moeten verlaten, maar tegelijkertijd waarde hechten aan de continuïteit van het familie-erfgoed (Westhead, 1997).

De overdracht van het eigendom aan buitenstaanders kan een exit van het ondernemerschap betekenen en de inspanningen van generaties voorgangers hun vruchten laten afwerpen (DeTienne, 2010). Hierdoor komt het bedrijf in handen van partijen die beter zijn toegerust om waardecreatie voort te zetten (Wennberg et al., 2011). Daarnaast brengen nieuwe externe eigenaars vaak frisse energie en middelen met zich mee, wat bijdraagt aan de verkenning van nieuwe ondernemerskansen en het stimuleren van groei (Wennberg et al., 2011; Nordqvist & Melin, 2010). Tegelijkertijd bestaat het risico dat de unieke bedrijfscultuur, samenhang en identiteit van het familiebedrijf verloren gaan. Dergelijke veranderingen kunnen zowel de interne dynamiek als de perceptie van klanten en andere stakeholders negatief beïnvloeden (Dyer, 1986; Freeman, 2010; Fombrun & Shanley, 1990). Bovendien moeten familiale eigenaars bij een externe overdracht vaak voldoende gecompenseerd worden voor het verlies van hun SEW (Berrone et al., 2012). Vooral wanneer de emotionele betrokkenheid groot is, kan het loslaten van het bedrijf een bijzonder moeilijke beslissing zijn (Chirico et al., 2020).

2.2 Invloedrijke determinanten bij exitstrategieën

De keuze voor een exitstrategie wordt beïnvloed door een breed scala aan factoren, die zowel individueel, relationeel, contextueel, financieel als proces gebonden kunnen zijn (DeMassis et al., 2008). Voor dit onderzoek worden drie belangrijke determinanten bestudeerd: de bedrijfsprestaties van het familiebedrijf, *socioemotional wealth* (SEW) en de financiële afhankelijkheid van de familie van het bedrijf. Elk van deze

determinanten biedt een specifiek inzicht in de mechanismen die de keuze tussen familiale overdracht en externe verkoop bij familiebedrijven beïnvloeden.

2.2.1 Bedrijfsprestaties

a. Kernconcepten: prestatiefeedback en strategische reacties

Bedrijfsprestaties in verhouding tot aspiraties – vaak aangeduid als prestatiefeedback – vormen de kern van hoe organisaties strategische beslissingen nemen (March & Cyert, 1963; Greve, 2003b; Posen, Keil, Kim & Meissner, 2018; Shinkle, 2012). Aspiratieniveaus dienen als referentiepunten bij de evaluatie van prestaties: wanneer de prestaties boven dit niveau liggen, ontstaat positieve feedback, terwijl prestaties die onder dit niveau blijven negatieve feedback genereren, wat leidt tot intensievere corrigerende acties (Lounsbury & Beckman, 2015).

Organisaties hanteren daarnaast twee soorten aspiraties: historische en sociale (Bromiley & Harris, 2014; Gavetti, Greve, Levinthal & Ocasio, 2012). Historische aspiraties, gebaseerd op eerdere prestaties, stellen bedrijven in staat de huidige resultaten te vergelijken met voorgaande perioden (Greve, 2003a). Dit versterkt het vertrouwen in bestaande strategieën en managementpraktijken en kan binnen familiebedrijven leiden tot een voorkeur voor interne opvolging – zoals voorspeld door de *Behavioral Theory of the Firm* (BTF) (March & Cyert, 1963). Volgens deze theorie voeren bedrijven met consistent hoge historische prestaties zelden ingrijpende strategische veranderingen door, zoals externe verkoop, terwijl sterke historische prestaties tevens de verwevenheid tussen familie, bestuur en organisatie bevorderen (Wiklund et al., 2013).

De gevolgen van deze evaluatie komen tot uiting in de strategische reacties van organisaties. Wanneer prestaties onder het aspiratieniveau blijven, fungeert dit als een krachtig gevaarsignaal – wat vaak verwoord wordt als “hoe goed doen we het nu vergeleken met vroeger?” – dat leidt tot meer ingrijpende en risicovolle strategische keuzes (Bromiley, 1991; Blettner, Kotiloglu & Lechler, 2019). Vooral in familiebedrijven, waar zowel financieel vermogen als SEW op het spel staan, zorgt een afname in financiële prestaties voor verhoogde druk om de financiële situatie te verbeteren. In zulke gevallen gaan eigenaars vaak een “probleemgestuurde zoektocht” aan, waarbij zij – ondanks de inherente risico’s en een tijdelijk verlies in SEW – eerder kiezen voor strategische veranderingen, zoals overnames of diversificatie (Chrisman & Patel, 2012; Gomez-Mejia et al., 2018).

Aan de andere kant, wanneer prestaties boven het aspiratieniveau liggen, ervaren organisaties positieve prestatiefeedback. In dit geval neigen zij naar minder risicovolle oplossingen en behouden zij de bestaande operationele en sociaal-emotionele status quo, waarbij toekomstige financiële winsten die gepaard gaan met strategische veranderingen vaak sterk worden afgewaardeerd (Umans, Lybaert, Steijvers, Voordeckers & Laveren, 2024).

b. Prestatierisico en risico-indicatoren

Aanvullend op de hierboven besproken feedbackmechanismen speelt het concept van prestatierisico een belangrijke rol. Gomez-Mejia et al. (2007) definiëren prestatierisico als de mate waarin de prestaties van een bedrijf verbeteren of afnemen – gemeten als de natuurlijke logaritme van de verhouding tussen de prestaties (bijvoorbeeld *Return On Assets* (ROA)) op tijdstip t en $t - 1$. Negatieve waarden duiden op een afname, terwijl positieve waarden verbetering aangeven. Daarbij geldt dat grotere bedrijven doorgaans

grotere verschillen (positief of negatief) tussen opeenvolgende perioden ervaren (Gomez-Mejia et al., 2007; Shapira, 1995).

Een grotere variatie in waargenomen prestatieresultaten kan tevens gezien worden als een proxy voor de wens om veelbelovende projecten na te streven met onzeker rendement maar met potentieel voor significante financiële verbetering (Bromiley, 1991; Miller, Wiseman & Gomez-Mejia, 2002). Deze variabiliteit fungeert als een indicator van risico's. Voor familiebedrijven is dit extra relevant: zij nemen over het algemeen minder vaak beslissingen die de prestatierisico's – en daarmee de variabiliteit – vergroten. Vanwege een relatief hogere kans op mislukking mijden zij projecten met een hoge uitkomstvariantie, tenzij het behoud van hun SEW in het geding is, waarna zij toch bereid kunnen zijn een hoger prestatierisico te accepteren (Gomez-Mejia, 2007).

c. Financiële bedrijfsprestaties

Brauer (2006) stelt dat eerder onderzoek vaak suggereert dat tegenvallende prestaties een cruciale factor zijn bij het bepalen van exitstrategieën. Hoewel eerdere studies de relatie tussen financiële prestaties en opvolgingskeuzes hebben onderzocht, is er nog beperkt inzicht in de specifieke mechanismen en contextuele factoren die deze relatie beïnvloeden. Wennberg et al. (2011) analyseerden EBITA-cijfers en verkoopresultaten vóór en na de overdracht en concludeerden dat winstgevendere bedrijven vaker kiezen voor een familiale overdracht. Dit wijst erop dat sterke financiële prestaties het vertrouwen in interne opvolgingsstrategieën vergroten. Hoewel Wiklund et al. (2013) financiële prestaties als controlevariabele beschouwden en geen direct significant effect vonden, benadrukken zij wel het belang ervan bij overdrachtsbeslissingen. Daarnaast stellen Sharma et al. (2003) dat consistente hoge prestaties in familiebedrijven het vertrouwen in opvolgingspraktijken versterken, waardoor interne opvolging wordt bevorderd.

Volgens DeTienne en Chirico (2013) speelt de drempeltheorie een cruciale rol bij het verklaren van exitbeslissingen. Deze theorie benadrukt dat niet uitsluitend de economische prestaties van een onderneming bepalend zijn voor het voortbestaan ervan, maar dat ook de prestatiedrempel – gedefinieerd als "het prestatieniveau waaronder de dominante organisatieleden zullen handelen om de organisatie te ontbinden" (Gimeno, Folta, Cooper & Woo, 1997, p. 750) – van invloed is. Wanneer de drempelniveaus stijgen, zullen eigenaars eerder geneigd zijn om het bedrijf te verkopen of te liquideren, omdat zij een hoger prestatieniveau moeten bereiken om tevreden te zijn. Omgekeerd, wanneer de drempelniveaus dalen, blijft de onderneming vaak kiezen voor familiale overdracht, zelfs als de economische prestaties tegenvallen. Deze bevinding maakt duidelijk dat exit beslissingen in familiebedrijven afhangen van de verhouding tussen de daadwerkelijke economische prestaties en de door de eigenaars gestelde prestatiedrempel. Dit verklaart waarom bedrijven bij eenzelfde prestatieniveau toch verschillende exitstrategieën kiezen (DeTienne & Chirico, 2013). Verder benadrukken DeTienne en Chirico (2013) dat een verhoogde SEW een belangrijke invloed heeft op het referentiepunt dat familiale eigenaars hanteren bij het nemen van exitbeslissingen. Een hogere SEW verlaagt de prestatiedrempel, wat de kans op familieopvolging vergroot en tegelijkertijd de keuze voor exitstrategieën op basis van financiële beloning of liquidatie verkleint. Francis en Sandberg (2000) geven aan dat managers op lange termijn eerder geneigd zijn om bij lage prestaties in een onderneming te blijven wanneer sterke affectieve banden binnen het managementteam aanwezig zijn. Daarbij aansluitend stelt Gimeno et al. (1997) dat ondernemers die gemotiveerd worden door niet-

economische doelen een hogere "psychische opbrengst" ervaren, waardoor zij bereid zijn lagere economische rendementen te accepteren (DeTienne & Chirico, 2013).

Castillo en Wakefield (2006) benadrukken dat familiedynamiek een significante invloed heeft op de financiële prestaties van familiebedrijven. Minder dan een derde van deze bedrijven overleeft de overgang naar de tweede generatie, mede doordat succesfactoren uit de beginfase later belemmerend kunnen werken naarmate de familie groeit en het bedrijf complexer wordt (Aranoff & Eckrich, 1999; Beckhard & Dyer, 1983; Cohn & Lindberg, 1974; Ward, 1987). Daarnaast kan een sterke focus op inkomensgeneratie en werkgelegenheid voor familieleden de financiële prestaties onder druk zetten, vooral wanneer deze familieleden onvoldoende zakelijke expertise hebben. Dit risico neemt toe bij opvolging in latere generaties en kan leiden tot structurele zwaktes binnen het bedrijf (Bork, 1986; Hershon, 1975; Ward, 1987).

Hoewel financiële prestaties cruciaal zijn voor de levensvatbaarheid van een familiebedrijf, benadrukken Castillo en Wakefield (2006) dat winstmaximalisatie niet altijd de hoogste prioriteit heeft. Familiale eigenaars maken vaak een afweging tussen financiële en socio-emotionele belangen, waarbij het falen van het bedrijf niet alleen financieel verlies betekent, maar ook een bedreiging vormt voor de SEW van de familie (Gómez-Mejía, Patel & Zellweger, 2018). De afweging tussen deze financiële en niet-financiële factoren wordt behandeld in sectie 2.3.

2.2.2 Socioemotional Wealth (SEW)

Het verlaten van een familiebedrijf is vaak een complexe en emotioneel beladen beslissing, zowel om te aanvaarden als om te implementeren, vooral wanneer de eigenaars sterk emotioneel verbonden zijn met hun onderneming (Duhaime & Grant, 1984). Deze emotionele band kan verklaard worden door het concept van *socioemotional wealth*, "SEW", dat verwijst naar de niet-financiële aspecten van het bedrijf die voldoen aan de affectieve behoeften van de familie, zoals identiteit, het vermogen om familiale invloed uit te oefenen, en het waarborgen van het voortbestaan van de familiedynastie (Gómez-Mejía et al., 2007). Voor familiebedrijven vormt het behoud van SEW een belangrijk referentiepunt bij het nemen van strategische beslissingen (Gómez-Mejía et al., 2007). Het vertrek van de familiale eigenaar kan er namelijk toe leiden dat de familie haar volledige SEW verliest, zoals bij een externe verkoop of ontbinding van het bedrijf, of een deel ervan, zoals bij een fusie (Chirico et al., 2020). Dit verklaart waarom familiale eigenaars vaak bereid zijn lage prestaties of zelfs bedreigingen voor het financiële welzijn van het bedrijf te accepteren om een verlies in SEW te voorkomen (DeTienne & Chirico, 2013). Dit gedrag wordt verder ondersteund door de stewardship-theorie die stelt dat leiders in familiebedrijven vaak handelen als rentmeesters die de belangen van de familie en toekomstige generaties beschermen, in plaats van louter hun eigenbelang na te streven (Corbetta & Salvato, 2004; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Volgens deze theorie gedragen familiale eigenaars zich primair altruïstisch en zijn zij intrinsiek gemotiveerd om het welzijn van de familie en het bedrijf veilig te stellen op lange termijn. In tegenstelling tot de agency-theorie, die uitgaat van opportunistisch gedrag, benadrukt de stewardship-theorie dat familiebedrijven waarde hechten aan vertrouwen, loyaliteit en continuïteit. Hierdoor streven ze niet noodzakelijk naar maximale financiële opbrengst, maar eerder naar het behoud van familiewaarden en de overdracht van het familie-erfgoed aan volgende generaties (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Eddleston & Kellermanns, 2007). Daarnaast onderscheiden Miller en Le Breton-Miller (2006) drie kenmerken van rentmeesterschap binnen familiebedrijven: een sterke focus op langetermijninvesteringen in groei, innovatie en reputatie; het bevorderen van een bedrijfscultuur waarin vertrouwen en loyaliteit centraal staan; en het opbouwen van

duurzame relaties met belanghebbenden. Tot slot benadrukken zij dat familiebedrijven vaak beter presteren dan niet-familiebedrijven. Dit komt doordat zij bijvoorbeeld minder nood hebben aan dure controlemechanismen tegen opportunistisch gedrag, waardoor *free-rider* agencykosten worden vermeden. Hoewel andere eigenaars, zoals niet-familiale oprichters, ook emotionele en niet-economische voordelen aan hun bedrijf ontleen, wegen deze factoren significant zwaarder in familiebedrijven (Zellweger, 2017).

Berrone et al. (2012, p.1) benadrukken dat "SEW de belangrijkste onderscheidende factor is van het familiebedrijf als een unieke entiteit en als zodanig helpt verklaren waarom familiebedrijven zich onderscheidend gedragen." Deze unieke focus maakt SEW een essentieel element in de besluitvorming van familiebedrijven. Gómez-Mejía et al. (2007) voegt het volgende hieraan toe:

"Het behoud van SEW voor familiebedrijven vertegenwoordigt een belangrijk doel op zich, en het bereiken van dit doel vereist voortdurende familiecontrole over het bedrijf."

Dit perspectief staat in contrast met de klassieke prospecttheorie, die veronderstelt dat bedrijven primair gericht zijn op waardemaximalisatie (Chrisman, Chua, Pearson & Barnett, 2012; Razzak, Abu Bakar & Mustamil, 2019). De prospecttheorie, ontwikkeld door Kahneman en Tversky (1979), biedt een raamwerk om te begrijpen hoe individuen beslissingen nemen onder onzekerheid. Volgens deze theorie evalueren mensen uitkomsten niet op basis van absolute winst of verlies, maar relatief ten opzichte van een subjectief referentiepunt. Wanneer zij zich in een winstdomein bevinden, vertonen zij risicomijdend gedrag; in een verliesdomein zijn zij daarentegen eerder geneigd om risicovolle keuzes te maken (Kahneman & Tversky, 1979; Kahneman, 2003). Deze inzichten vormen de psychologische basis waarop latere theorieën, zoals het *Behavioral Agency Model* (BAM), verder bouwen om gedrag binnen organisaties en familiebedrijven beter te verklaren. Westhead en Cowling (1997) stellen echter dat het onrealistisch is om aan te nemen dat waardemaximalisatie ook het belangrijkste doel is van familiebedrijven. Dit standpunt wordt verder ondersteund door Chirico et al. (2020), Razzak et al. (2019) en Wennberg et al. (2011), die aangeven dat stakeholders binnen familiebedrijven geen eendimensionaal financieel doel nastreven, maar eerder een diverse set van zowel financiële als niet-financiële doelstellingen hebben. Het *Behavioral Agency Model* (BAM), geïntroduceerd door Wiseman en Gómez-Mejía (1998), past de inzichten uit de prospecttheorie toe op besluitvorming binnen organisaties. BAM stelt dat eigenaars en managers strategische keuzes maken afhankelijk van hoe zij potentiële uitkomsten framen, en benadrukt dat het vermijden van verliezen vaak belangrijker is dan het realiseren van winsten (Kahneman, Knetsch & Thaler, 1991; Wiseman & Gómez-Mejía, 1998). In de context van familiebedrijven verklaart het BAM waarom eigenaars soms bewust financieel suboptimale beslissingen nemen om verlies van *socioemotional wealth* (SEW) te vermijden (Gómez-Mejía et al., 2007). Wanneer familiale controle of eigendomsstructuur wordt bedreigd, verhoogt hun bereidheid om strategische risico's te nemen aanzienlijk, terwijl bij veiliggestelde SEW eerder risico-aversie optreedt. Het model benadrukt daarmee dat strategische keuzes in familiebedrijven niet uitsluitend financieel worden gestuurd, maar ook sterk beïnvloed worden door het streven naar het behoud van immateriële activa zoals familie-erfgoed en reputatie (Gómez-Mejía et al., 2007; Berrone et al., 2010).

Volgens Berrone et al. (2012) bestaat SEW uit vijf dimensies (de FIBER dimensies): familiecontrole en invloed van de familie (F), identificatie van de familieleden met het bedrijf (I), bindende sociale banden (B), emotionele gehechtheid van familieleden aan het bedrijf (E) en vernieuwing van familiebanden aan het bedrijf door dynastieke opvolging binnen het bedrijf (R). Familiecontrole- en invloed verwijzen naar de wens

van familieleden om eigendom en managementcontrole te behouden over strategische beslissingen en posities (denk aan CEO of Raad van Bestuur) (Chua, Chrisman & Sharma, 1999). Deze controle versterkt de identificatie van familieleden met het bedrijf als een verlengstuk van de familie, wat impliceert dat strategische keuzes de reputatie van zowel het familiebedrijf als de familie beïnvloeden (Berrone et al., 2010; Sharma & Manikuttu, 2005). Bindende sociale banden van familiebedrijven en de emotionele gehechtheid spelen ook een sleutelrol, aangezien families met een lange geschiedenis binnen het bedrijf vaak een diepere betrokkenheid en emotionele band hebben (Berrone et al., 2012; Pierce, Kostova & Dirks, 2003). Deze emotionele band wordt verder versterkt doordat de grenzen tussen familie en bedrijf vervagen, wat de besluitvorming sterk beïnvloedt (Berrone et al., 2012). De intentie om het bedrijf door te geven aan toekomstige generaties vormt de laatste dimensie en symboliseert de wens om het familie-erfgoed te behouden (Symeonidou et al., 2022).

2.2.3 Financiële afhankelijkheid familie ten opzichte van bedrijf

Naast prestaties en emotionele motieven speelt ook de financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf een belangrijke rol in exitbeslissingen. Familiebedrijven kunnen worden gekenmerkt door een sterke financiële afhankelijkheid van de familie, wat een diepgaande invloed heeft op strategische keuzes zoals exitstrategieën. Volgens Blanco-Mazagatos, De Quevedo-Puente en Castrillo (2007) is waardecreatie in een onderneming afhankelijk van zowel de hoeveelheid en kwaliteit van de middelen als van de wijze waarop deze middelen met elkaar verbonden zijn. Tegelijkertijd vormt een gebrek aan externe financiële middelen een belangrijke belemmering voor de ontwikkeling, groeikansen en langetermijnoverleving van particuliere familiebedrijven (Romano, Tanewski & Smyrniotis, 2001). Vanuit de *Resource-Based View* (RBV) is het duurzame concurrentievoordeel immers afhankelijk van strategische middelen die niet eenvoudig overdraagbaar zijn (Barney, 1991; Peteraf, 1993). Daarnaast beschikken familiebedrijven vaak over rijke immateriële activa – zoals sociaal kapitaal en impliciete kennis – die voortkomen uit de unieke combinatie van economische en familiale relaties (Habbershon & Williams, 1999; Miller & Le Breton-Miller, 2006; Sirmon & Hitt, 2003). Daardoor geven ze de voorkeur aan exitopties die de familiecontrole en de daarmee verbonden immateriële waarden zo veel mogelijk intact laten, zoals een gecontroleerde overdracht binnen de familie of een management buy-out (Romano et al., 2001; Barton & Gordon, 1987; McMahon & Stanger, 1995). Bovendien toont het BAM aan dat contextuele factoren zoals de mate van familiale betrokkenheid en de afhankelijkheid van familievermogen bepalend zijn voor het risicogedrag van familiebedrijven. Wanneer het familievermogen sterk verweven is met het bedrijf, zijn eigenaars eerder geneigd risico's te vermijden om de SEW te beschermen. Anderzijds kan dreiging van verlies van controle of middelen leiden tot verhoogde risicobereidheid, waarbij strategische keuzes minder door economische logica en meer door emotionele motieven worden gedreven (Gómez-Mejía et al., 2007; Chrisman & Patel, 2012).

Meer specifiek wordt het aantrekken van kapitaal van niet-familieleden vaak vermeden omdat dit kan leiden tot een verwatering van de familiale controle (Casson, 1999; Chrisman, Chua & Litz, 2003; Habbershon & Williams, 1999; Sirmon & Hitt, 2003). Ook Peters en Westerheide (2011) tonen aan dat familiebedrijven bereid zijn hogere financieringskosten te accepteren om hun financiële onafhankelijkheid en flexibiliteit te behouden. Dit geldt met name voor grotere familiebedrijven, die over het algemeen kredietwaardiger zijn, wat bevestigt dat onafhankelijkheid van externe kapitaalverstrekkers van centraal belang is. Interne financiering en herinvestering van familiekapitaal worden dus vaak verkozen boven externe financiering. Dit waarborgt de continuïteit en langetermijnwaarde, maar beperkt de flexibiliteit om externe

groeimogelijkheden te benutten of strategische herstructureringen door te voeren (Romano et al., 2001). Bovendien tonen Coleman en Carsky (1999) aan dat kleine familiebedrijven vaak sterk afhankelijk zijn van interne financiering en informele bronnen, aangezien zij minder toegang hebben tot publieke kapitaalmarkten en frequenter geconfronteerd worden met asymmetrische informatie. Dit verklaart waarom familiebedrijven vaak externe schuldfinanciering vermijden, zelfs wanneer groeikansen zich aandienen.

Hoewel sommige studies suggereren dat familiebedrijven minder schulden aangaan om het risico op verlies van familiecontrole te minimaliseren, tonen andere onderzoeken aan dat zij – wanneer interne fondsen ontoereikend zijn – wel degelijk schuldfinanciering inzetten (Agrawal & Nagarajan, 1990; Gallo, Tàpies & Cappuyns, 2004; McConaughy, Matthews & Fialko, 2001). Bovendien neemt de bereidheid om schulden te gebruiken toe naarmate meer generaties betrokken raken, aangezien familieleden dan minder intensief bij de dagelijkse bedrijfsvoering betrokken zijn en het risico op verlies van persoonlijk vermogen relatief lager inschatten (Matthews, Vasudevan, Barton & Apana, 1994; Hamilton & Fox, 1998; Schulze, Lubatkin & Dino, 2003). Daarnaast is in kleinere familiebedrijven vaak sprake van een vermenging van bedrijfs- en gezinsfinanciën, waardoor een liquiditeitstekort kan worden opgelost door herverdeling van middelen binnen het bedrijf of gezin. Dit brengt echter het risico met zich mee dat gezinsuitgaven, zoals huwelijk, echtscheiding of pensionering, de financiële stabiliteit van het bedrijf beïnvloeden (Mandl, 2008).

Ook blijkt dat eigenaar-managers de groei vaak afremmen wanneer deze kan leiden tot verlies van controle (Davidsson, 1989). Het behoud van familiecontrole beperkt dan niet alleen de beschikbare financiële middelen, maar belemmert ook de structurele ontwikkeling en groei van het bedrijf (Carney, 2005; McMahon & Stanger, 1995). Deze strategische afweging – waarbij niet-monetaire waarden, zoals *socioemotional wealth* (SEW), zwaar wegen – vormt de kern van exitbeslissingen in familiebedrijven.

2.3 Relatie tussen de economische en niet-economische factoren

Bij traditionele bedrijven staan financiële prestaties vaak centraal, terwijl bij familiebedrijven SEW een cruciale rol spelen. Dit verklaart waarom familiebedrijven bereid zijn lagere prestatiedrempels te accepteren, zelfs als dit ten koste gaat van economische voordelen (Symeonidou et al., 2022). Verhoogde SEW verlaagt deze prestatiedrempel, waardoor familiebedrijven meer geneigd zijn zwakke prestaties te tolereren om niet-economische doelen, zoals familiecontrole en traditie, te beschermen (Wennberg et al., 2011; Zellweger & Sieger, 2012).

Familiebedrijven beschouwen hun onderneming vaak als een verlengstuk van hun familie-identiteit, wat strategische keuzes sterk beïnvloedt. Het behoud van controle en traditie krijgt vaak prioriteit boven winstoptimalisatie (Gómez-Mejía et al., 2007). Dit leidt tot een diepgaande psychologische toewijding van familiale eigenaars, die risicomijdend gedrag en weerstand tegen strategische exits in de hand werkt, vooral wanneer deze exits de familiedominantie zouden bedreigen (Gimeno et al., 1997; Sharma & Manikutty, 2005).

Naast emotionele verbondenheid spelen ook sociale factoren, zoals sterke banden binnen de familie en met externe stakeholders, een rol. Families met een lange geschiedenis binnen het bedrijf kiezen vaak voor behoudende strategieën, zelfs als dit leidt tot economische inefficiëntie of lagere winstgevendheid (Symeonidou et al., 2022). Tegelijkertijd zijn ze bereid om langdurig middelen te investeren in hun bedrijf om de continuïteit te waarborgen, zelfs tijdens economische tegenslagen (Chirico et al., 2011; Sirmon & Hitt, 2003).

Hoewel financiële overwegingen niet worden genegeerd, wegen emotionele en sociale voordelen zwaarder door dan in niet-familiebedrijven (Gómez-Mejía et al., 2007; Gómez-Mejía et al., 2010). Dit zorgt voor een grotere bereidheid om op de lange termijn lagere prestaties te accepteren (Gómez-Mejía et al., 2007; Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2013). Tegelijkertijd kan deze prioritering leiden tot conservatisme, waardoor familiebedrijven minder snel geneigd zijn om risicovolle kansen te benutten (Sharma, Chrisman & Chua, 1997; Berrone et al., 2010).

3. Hypothese ontwikkeling met conceptueel model

Volgens De Massis, Sieger, Chua en Vismara (2016) heeft een sterke financiële prestatie een positieve invloed op deze keuze voor familiale overdracht, omdat structureel positieve resultaten het vertrouwen versterken in zowel de huidige bedrijfsvoering als in toekomstige investeringsmogelijkheden voor opvolgers. Een familiebedrijf dat consequent boven zijn aspiratieniveau presteert, biedt een solide basis voor groei en innovatie, wat de continuïteit binnen de familie stimuleert. Daarnaast vermindert financiële voorspelbaarheid de noodzaak voor ingrijpende strategische veranderingen, zoals een verkoop aan derden.

Bovendien ondersteunt de stewardshiptheorie deze redenering. Wanneer een bedrijf consistent sterke prestaties levert, versterkt dit de rentmeesterschapswaarden: succes wordt namelijk gezien als een signaal dat de onderneming niet alleen economisch robuust is, maar ook een geschikt is om de familie-erfenis veilig te stellen. Op deze manier dragen zowel de economische stabiliteit als de intrinsieke, langetermijngerichte motivatie bij aan een hogere kans op een succesvolle familieoverdracht (Davis, Allen & Haynes, 2010, Corbetta & Salvato, 2004).

Ook financiële stabiliteit verhoogt de economische aantrekkelijkheid van het bedrijf voor de familie, wat de bereidheid om het bedrijf intern over te dragen versterkt (Chrisman & Patel, 2012; Gomez-Mejía et al., 2007). Het *Behavioral Agency Model* stelt dat wanneer economische risico's toenemen, families hun focus verschuiven van het behoud van SEW naar het behalen van economische doelstellingen. Een verslechterende financiële situatie kan namelijk niet alleen leiden tot financiële verliezen, maar ook tot het verlies van langdurige familiecontrole en erfgoed (Gomez-Mejía et al., 2007; Gomez-Mejía et al., 2010; Chrisman & Patel, 2012). Een sterke historische prestatie verhoogt dus niet alleen de economische aantrekkelijkheid van het familiebedrijf voor opvolgers, maar versterkt ook de intentie om familiale controle te behouden, aangezien het bedrijf wordt gezien als een stabiele en waardevolle langetermijninvestering die zowel financiële zekerheid als emotionele voordelen biedt (De Massis et al., 2016).

Tot slot suggereert onderzoek naar altruïsme in familiebedrijven dat eigenaars van familiebedrijven de neiging hebben om geschenken aan hun kinderen te geven ter compensatie van hun afwezigheid in de opvoeding (Schulze, Lubatkin & Dino, 2002). Hieruit kan worden afgeleid dat familiebedrijven met sterke financiële prestaties eerder geneigd zijn om het bedrijf als 'erfenis' over te dragen aan de volgende generatie. Dit benadrukt dat succesvolle familiebedrijven een verhoogde kans hebben op familiale opvolging.

Op basis van bovenstaande inzichten formuleren we de volgende hypothese:

Hypothese 1 (H1): *Recente financiële bedrijfsprestaties hebben een positieve impact op de keuze voor familieoverdracht.*

Zoals reeds aangehaald, kan consistente financiële groei de bereidheid tot intrafamiliale opvolging bevorderen. Dit kan worden verklaard door de langetermijnnoriëntatie van familiebedrijven: families streven vaak naar continuïteit over generaties heen (Lumpkin & Brigham, 2011). Wanneer een onderneming gedurende meerdere perioden sterke prestaties laat zien, beschouwen familiale eigenaars dit als een bevestiging van een succesvol bedrijfsmodel, wat de motivatie vergoot om de overdracht familiaal te laten plaatsvinden (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Daarnaast benadrukt de SEW-theorie dat behoud van de familienaam en identiteit belangrijker wordt naarmate prestaties stijgen (Gómez-Mejía et al., 2007; Berrone et al., 2012). Historische sterke prestaties bevestigen en versterken deze emotionele verbondenheid.

Bovendien is er empirisch bewijs dat financiële prestaties samenhangen met opvolgingsbeslissingen. Uit studies blijkt bijvoorbeeld dat familiebedrijven bij goede prestaties vaker de intentie hebben om de leiding intern over te dragen (Wennberg et al., 2010). Consistente groei functioneert als signaal van duurzaamheid, wat het aantrekkelijker maakt voor zowel de huidige generatie als de opvolgers om voort te bouwen op het bestaande succes (Habbershon & Williams, 1999). Daarentegen kan een eenmalige prestatieverbetering na een periode van zwakkere resultaten worden gezien als minder duurzaam, waardoor de huidige eigenaar voorzichtiger kan zijn met het direct aanstellen van een familielid als opvolger. Historische prestaties fungeren dus als moderator voor het effect van recente prestaties: als het bedrijf in het verleden al groei kende, zal een recente stijging eerder worden geïnterpreteerd als onderdeel van een positieve trend in plaats van een toevallige uitschieter. In zo'n geval is de bereidheid om het bedrijf aan de volgende generatie over te dragen groter, omdat men verwacht dat de positieve lijn onder familieleiding kan worden voortgezet (Le Breton-Miller, Miller & Steier, 2004).

Er wordt dus verwacht dat consistente financiële bedrijfsprestaties het vertrouwen versterken in een succesvolle familieoverdracht. Een bedrijf dat herhaaldelijk groei laat zien, biedt de eigenaar zowel rationele als emotionele redenen om vast te houden aan intra-familiale opvolging. Recente winstgroei in een context van langdurige vooruitgang bevestigt de robuustheid van het bedrijf en motiveert de familie om het bedrijf als familie-erfgoed voort te zetten (Chrisman, Chua, De Massis, Frattini & Wright, 2015). Dit verklaart waarom historische prestaties de impact van recente prestaties op de beslissing tot familieoverdracht kunnen versterken.

Hypothese 2 (H2): *De positieve impact tussen recente financiële prestaties ($ROA_{2019} - ROA_{2018}$) op de kans op familieoverdracht wordt versterkt wanneer het bedrijf in het verleden ($ROA_{2017} - ROA_{2016}$) eveneens positieve financiële prestaties kende.*

In bedrijven die kiezen voor familieoverdracht leidt een succesvol verleden ertoe dat een groter deel van het familievermogen in het bedrijf blijft. Becerra, Cruz en Graves (2020) definiëren dit als "*family wealth concentration*": families investeren een aanzienlijk deel van hun vermogen in de onderneming, waardoor hun financiële welzijn in toenemende mate afhankelijk wordt van het succes van dat bedrijf. Positieve prestaties vergroten deze afhankelijkheid doordat families minder noodzaak zien om externe financiering aan te trekken of eigendomsbelangen af te bouwen, waardoor het vermogen geconcentreerd blijft binnen de onderneming (Becerra et al., 2020). Daarnaast benadrukken ze dat niet alleen het aandeelhouderschap van belang is, maar vooral de mate waarin het persoonlijke vermogen van de familie geconcentreerd is in de onderneming. Families met een hoge *wealth concentration* zijn gevoeliger voor financiële risico's, waardoor positieve prestaties een nog grotere rol spelen in de keuze om het bedrijf binnen de familie over te dragen.

Volgens het *Behavioral Agency Model* (Gómez-Mejía et al., 2007) zijn families bij goede prestaties sterk gericht op het behoud van hun opgebouwde economische waarden en SEW. Families worden in die situatie risico-avers en vermijden beslissingen die de controle of de opgebouwde rijkdom in gevaar zouden kunnen brengen. In familiebedrijven waar de financiële zekerheid van de familie sterk verbonden is met de onderneming, krijgen positieve bedrijfsresultaten daarom meer gewicht in de opvolgingsbeslissing. Dit impliceert een interactie-effect, dat wegens gebrek aan data niet empirisch onderzocht kan worden (zie sectie 6). In deze studie wordt er dan ook voor gekozen om enkel het directe verband tussen historische

prestaties en financiële afhankelijkheid te onderzoeken, wat op zijn beurt ook bijdraagt aan de bestaande literatuur.

De SEW-benadering benadrukt verder dat families naast financiële doelen ook emotionele waarden ontleen aan het eigendom en bestuur van hun bedrijf. Belangrijke elementen zijn het behoud van de familienaam, identiteit en invloed op de onderneming (Gomez-Mejía et al., 2007; Salem & Hashem, 2023). Succesvolle prestaties versterken deze emotionele rijkdom: het prestige van het familiebedrijf straalt af op de familie zelf en vergroot trots, loyaliteit en onderlinge verbondenheid. Daardoor zijn families eerder geneigd om beslissingen te nemen die deze emotionele waarden beschermen, zelfs wanneer economische logica op rationele gronden een alternatieve keuze, zoals verkoop of externe opvolging, zou suggereren (Gomez-Mejía et al., 2007; Salem & Hashem, 2023). Concrete voorbeelden hiervan zijn te vinden in de voorkeur om bij opvolging een familielid als CEO aan te stellen, ook al zou een externe manager objectief betere papieren hebben. Onderzoek van Bennedsen, Nielsen, Pérez-González en Wolfenzon, (2007) toonde bijvoorbeeld aan dat bedrijven die kozen voor een familie-CEO na opvolging gemiddeld een daling in rendement ervaarden, wat wijst op de dominante rol van niet-financiële motieven.

Daarnaast suggereren De Massis, Chua en Chrisman (2008) dat de intentie tot opvolging en de bereidheid van opvolgers sterk beïnvloed worden door de financiële gezondheid van het bedrijf. Een onderneming die erin slaagt om hoge financiële rendementen te genereren, verhoogt bijgevolg de aantrekkelijkheid voor opvolging binnen de familie (Ambrose, 1983; Malone, 1989). Ook volgens DeTienne en Chirico (2013) zijn familiale ondernemers vaak bereid persoonlijke financiële winst op te offeren om de langetermijndoelstellingen van het familiebedrijf te ondersteunen.

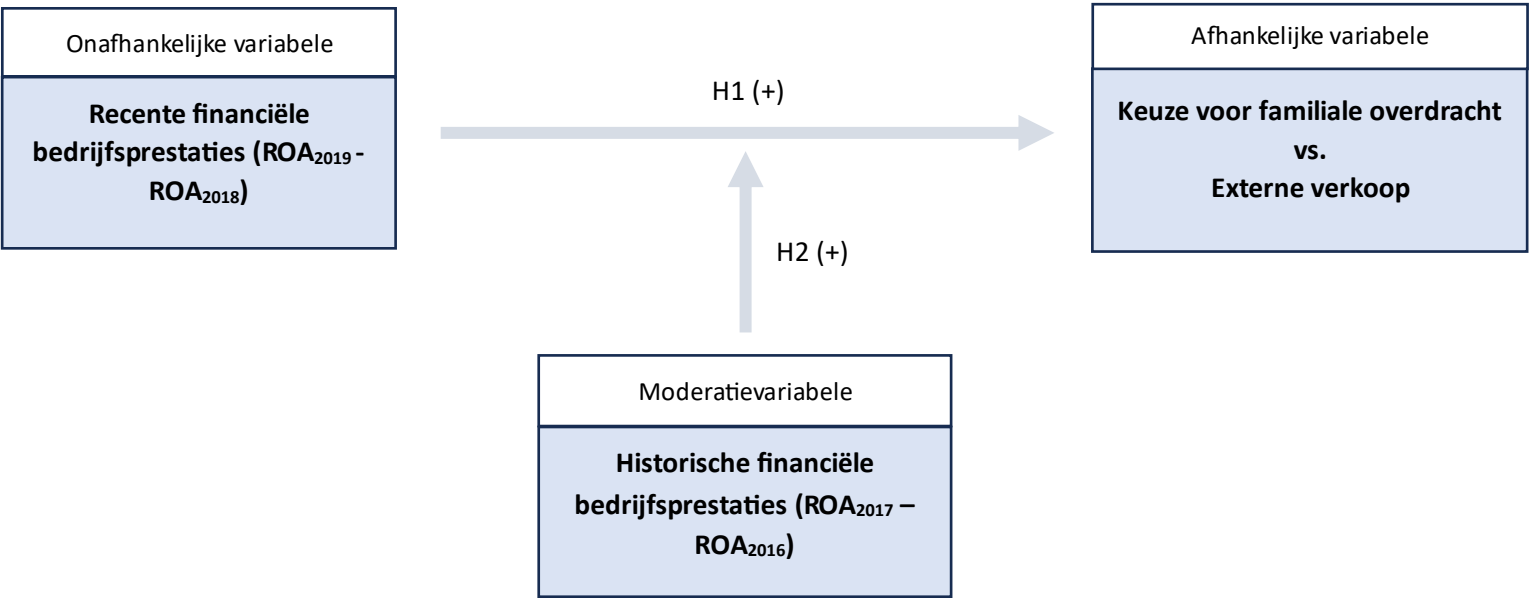
Becerra, Cruz en Graves (2020) bevestigen dat een concentratie van familievermogen samenhangt met strategisch risicomijdend gedrag en met het centraal stellen van familiegerichtte doelen. Families proberen hun opgebouwde financiële positie en emotionele erfenis te behouden door vast te houden aan interne opvolging, zeker wanneer het bedrijf historisch goed heeft gepresteerd. Zolang de onderneming financieel bloeit, is de druk om "het gewonnen terrein" te verdedigen sterk aanwezig – zowel vanuit economische als emotionele overwegingen.

Concluderend zullen familiebedrijven met een keuze voor familiale opvolging een grotere financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf kennen wanneer dit bedrijf historisch goed heeft gepresteerd. De familie heeft in zulke gevallen veel van haar vermogen en welzijn verbonden aan de onderneming en zal daarom bij een succesvolle onderneming sterker geneigd zijn deze binnen de familie te houden. Positieve prestaties versterken de vertrouwensband en emotionele waarde tussen familie en bedrijf, waardoor familieopvolging een logische en aantrekkelijke optie wordt (De Massis et al., 2008; Gomez-Mejía et al., 2007):

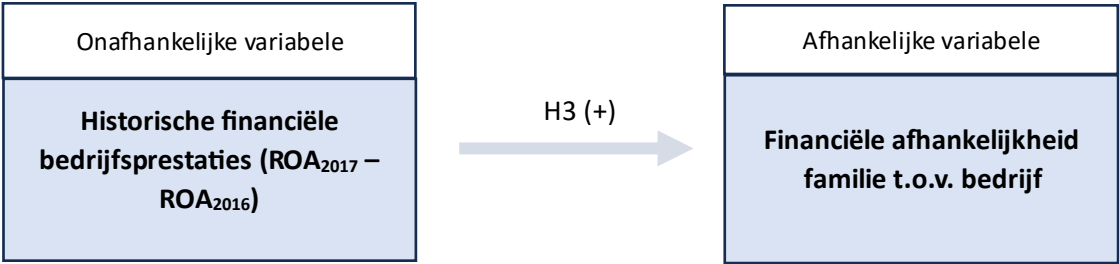
Hypothese 3 (H3): *De kans op financiële afhankelijkheid van de familie is groter wanneer het bedrijf positieve historische financiële prestaties heeft gerealiseerd.*

In onderstaande schema's wordt het theoretisch kader visueel weergegeven.

Figuur 1: Conceptueel model voor H1 en H2



Figuur 2: Conceptueel model voor H3



4. Methodologie

4.1 Steekproef en dataverzameling

Om bovenstaande conceptuele modellen empirisch te kunnen testen (**Figuur 1, Figuur 2**), zal in de eerste plaats gebruikgemaakt worden van data die in 2019 werd verzameld voor het onderzoek naar de planning van de bedrijfsoverdracht, uitgevoerd met ondersteuning van het Agentschap Ondernemen in Vlaanderen. Dit onderzoek werd gecoördineerd door de Universiteit Hasselt in samenwerking met de Antwerp Management School, waarbij de data via een schriftelijke enquête werd verzameld. De data die hieruit gehaald wordt, zal gaan rondom de keuze voor familiale overdracht of externe verkoop. Om extra data te bemachtigen over de financiële bedrijfsprestaties, wordt aanvullend ook gebruikgemaakt van Bel-first. Dit is een openbaar beschikbare financiële database geleverd door het Bureau van Dijk. De data die uit Bel-first bemachtigd wordt, zal gaan over de periodes van 2016 tot en met 2019. Hierdoor hebben de economische crisissen zoals de coronapandemie geen invloed op het onderzoek.

De enquête van 2019 peilde naar de intenties met betrekking tot de bedrijfsoverdracht en werd afgenomen bij Vlaamse familiebedrijven. Er werden in totaal 12989 enquêtes verstuurd en 743 enquêtes van ingevuld, wat een responspercentage van 5,72% weerspiegelt.

In een volgende fase werd er een screening toegepast op de steekproef. Allereerst werden alle niet-familiebedrijven en ondernemingen met ontbrekende waarden voor de controlevariabelen, de ROA's of de afhankelijke variabele FAM_OVERDRACHT, uit de dataset verwijderd. Een 'familiebedrijf' is een bedrijf dat ten minste voldoet aan één van de volgende voorwaarden: (1) meer dan 50 procent van de eigendom is in handen van één familie; (2) één familie heeft een beslissende invloed op de bedrijfsstrategie of op de opvolgingsbeslissingen; (3) een meerderheid of ten minste twee leden van het management zijn afkomstig uit één familie of (4) het bedrijf beschouwt zichzelf als een familiebedrijf.

Cases waar bedrijven twijfelden over een familiale overdracht versus een externe verkoop of die eerder een liquidatie overwogen, werden ook uit de dataset gelaten. Bedrijfsleiders die zowel een optie binnen familiale overdracht als een optie richting externe verkoop aanduiden, werden dus buiten beschouwing gelaten. Voor zij die de optie 1 'geen kinderen' of optie 2 'ik verwacht niet dat de kinderen het eigenaarschap willen overnemen' hebben aangeduid, wordt nagegaan of zij nog andere antwoorden gegeven hebben omdat optie 1 en 2 moeilijk te classificeren zijn. Indien zij geen andere optie(s) aangeduid hebben, worden zij ook uit de steekproef gelaten. Verder werd er ook rekening gehouden met *outliers*, en werden deze uit de steekproef gelaten.

Na deze opschoning bleef er een steekproef van 240 familiebedrijven over. Hiervan verwacht 78,75% (189 bedrijven) de onderneming binnen de familie over te dragen, terwijl 21,25% (51 bedrijven) de voorkeur geeft aan een externe verkoop. De steekproef bestaat uit 136 bedrijven met minder dan 10 werknemers en 104 bedrijven met 10 of meer werkrachten, wat neerkomt op een links scheve verdeling wat betreft de bedrijfsgrootte. Deze verdeling wijst erop dat de steekproef voornamelijk bestaat uit micro-ondernemingen, aangevuld met een kleinere groep kleine tot middelgrote ondernemingen (kmo's). Volgens de definitie van de Europese Commissie (2003) worden ondernemingen met minder dan 10 werknemers beschouwd als micro-ondernemingen, terwijl ondernemingen met minder dan 50 werknemers tot de categorie kleine ondernemingen behoren en die met minder dan 250 werknemers als middelgrote ondernemingen worden

geclassificeerd. Op basis van deze criteria kunnen de geanalyseerde ondernemingen in deze studie dan ook als kmo's worden gekwalificeerd. Bovendien blijkt dat 57,9% van de respondenten als eigenaar tot de eerste generatie behoort, terwijl 42,1% de tweede of latere generaties vertegenwoordigt. In 76 bedrijven fungeert de CEO als enige aandeelhouder en is de gemiddelde leeftijd van de bedrijfsleiders die de enquête invulden 60 jaar.

Voor de tweede hypothese werd een deelsteekproef samengesteld. Enkel familiebedrijven die familiale overdracht overwegen (FAM_OVERDRACHT = 1) konden de vraag over financiële afhankelijkheid beantwoorden. Bedrijven met ontbrekende gegevens voor deze afhankelijke variabele werden uitgesloten. Na filtering bleven 110 bedrijven over. Daarvan hebben er 63 minder dan 10 werknemers en bevinden 45 bedrijven zich in de eerste generatie van eigenaarschap. De CEO heeft bij 32 bedrijven 100% aandelen in handen.

4.2 Variabelen

In dit onderzoek worden vier soorten variabelen onderscheiden: twee afhankelijke variabelen, een onafhankelijke variabele, een moderatorvariabele en meerdere controlevariabelen. Hieronder worden deze variabelen afzonderlijk toegelicht.

Conceptueel model 1 (H1 en H2):

4.2.1. Afhankelijke variabele:

Keuze voor familieoverdracht

De afhankelijke variabele voor hypothese 1 en hypothese 2 is de keuze voor familiale overdracht (FAM_OVERDRACHT). Om deze variabele op te bouwen, vroeg de enquête aan elk familiebedrijf aan de hand van een meerkeuzevraag met multi-response optie de volgende vraag: 'Aan wie verwacht u dat de meerderheid van de aandelen in de toekomst zal overgedragen worden?'. We nemen dan ook aan, met inachtneming van het onderzoek van Chua et al. (1999) dat de respondent familiaal verwacht over te dragen wanneer deze persoon één of meer van de volgende antwoorden aanduidde: 'Ik verwacht dat enkel de kinderen die nu al een actieve rol spelen in het bedrijf het eigenaarschap zullen overnemen', 'Ik verwacht dat alle kinderen gezamenlijk het eigenaarschap overnemen, ongeacht hun betrokkenheid bij het bedrijf', 'Ik verwacht dat andere familieleden het eigenaarschap zullen overnemen' (variabele = 1). Echter, wanneer de respondent één of meer van de volgende antwoorden aanduidde: 'Ik verwacht een verkoop aan derden' of 'Ik verwacht een verkoop aan werknemers/managers', nemen we aan dat de respondent extern wenst over te dragen (variabele = 0).

4.2.2. Onafhankelijke variabele:

Recente financiële bedrijfsprestaties

De onafhankelijke variabele 'recente financiële bedrijfsprestaties' (ΔROA) werd niet bevraagd in de enquête en bestaat uit twee variabelen: ROA_2018 en ROA_2019. Voor de operationalisering van de historische bedrijfsprestaties hanteren wij de *Return on Assets* (ROA). Om te onderzoeken of positieve historische bedrijfsprestaties een invloed hebben op de keuze voor familiale overdracht, worden de ROA's verkregen via Bel-First. Volgens Syamsuddin (2008) is ROA een indicator dat een bedrijf zijn financiële middelen kan gebruiken om waarde te genereren voor aandeelhouders. Hoe hoger de ROA van een bedrijf, hoe beter de

financiële prestaties van dat bedrijf. Een hoge ROA trekt ook investeerders aan om te investeren, omdat bedrijven in staat zijn om hun activa voor het bedrijf te gebruiken. ROA is een veelgebruikte indicator in eerdere studies naar bedrijfsprestaties (García Meca & Santana-Martin, 2023; Ghalke, Halder & Kumar, 2023). Dit omdat ROA, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de *Return On Equity* (ROE), onafhankelijk is van de financieringsmix. *Return On Invested Capital* (ROIC) zou ook een valide alternatief kunnen vertegenwoordigen.

De ROA kan voor elk bedrijf worden bepaald aan de hand van de volgende formule (Sukmawati & Garsela, 2016):

$$ROA = \frac{\text{Winst na belasting}}{\text{Totale activa}} \times 100$$

Aangezien de enquêtegegevens uit 2019 komen, worden voor deze hypothese uitsluitend de financiële gegevens van de jaren 2018 en 2019 gebruikt. De verandering in de ROA wordt berekend als:

$$\Delta ROA = ROA_{2019} - ROA_{2018}$$

Een positieve ΔROA ($\Delta ROA > 0$) duidt op een verbetering van de historische bedrijfsprestaties. Een negatieve ΔROA ($\Delta ROA < 0$) geeft aan dat de prestaties zijn verslechterd.

Ten slotte werden de *outliers* voor deze variabele opgespoord via de Tukey-methode. Voor de ROA van 2018 gaat het om 17 *outliers*, wat neerkomt op 6,61% van het totaal aantal waarnemingen. Waarden onder de drempel van -16,51% of boven de grens van 27,43% worden aangepast naar respectievelijk de onder- of bovengrens, afhankelijk van de richting van de afwijking. Alle overige observaties blijven ongewijzigd. Wat betreft de financiële prestaties in 2019 werden 23 *outliers* geïdentificeerd, oftewel 8,95% van de gegevens. Ook hier zijn de extreme waarden vervangen door respectievelijk -14,12% of 24,90%.

Omdat we ΔROA uiteindelijk onderzoeken, werd voor deze variabele ook de Tukey-methode toegepast waarbij -13,33 de ondergrens is en 12,67 de bovengrens. Extreme waarden werden veranderd naar deze boven- of ondergrens.

4.2.3. Moderatorvariabele:

Historische financiële bedrijfsprestaties

Om de moderatiehypothese (H2) te kunnen onderzoeken, wordt gebruikgemaakt van de historische financiële bedrijfsprestaties (ΔROA_2). Dit wordt berekend als de verandering in ROA tussen 2016 en 2017:

$$\Delta ROA_2 = ROA_{2017} - ROA_{2016}$$

Ook hier wordt de Tukey-methode toegepast, die ons laat zien dat er enkele uitschieters aanwezig zijn in de dataset. Voor de ROA van 2016 gaat het om 19 *outliers*, wat neerkomt op 7,95% van het totaal aantal waarnemingen. Waarden onder de drempel van -15,28% of boven de grens van 26,40% worden aangepast naar respectievelijk de onder- of bovengrens, afhankelijk van de richting van de afwijking. Alle overige observaties blijven ongewijzigd. Wat betreft de financiële prestaties in 2017 werden er ook 19 *outliers* geïdentificeerd, oftewel 7,95% van de gegevens. Ook hier zijn de extreme waarden vervangen door respectievelijk -13,26% of 23,62%. Daarnaast ontbreekt er voor zowel 2016, als 2017 telkens één waarde.

Beide ROA's zijn continu, en dus kan ΔROA_2 zowel positieve als negatieve waarden aannemen. Na hantering van de Tukey-methode, stellen we vast dat de ondergrens van deze variabele -12,86 is en de bovengrens 12,02 is waardoor de extreme waarden van ΔROA_2 worden veranderd naar deze boven- of ondergrens.

Conceptueel model 2 (H3):

4.2.4. Afhankelijke variabele:

Financiële afhankelijkheid familie van het bedrijf

In dit onderzoek nemen we de financiële afhankelijkheid van de familie op als afhankelijke variabele voor de derde hypothese (FINAFH_FAM). Deze variabele werd gemeten via de volgende enkelvoudige meerkeuzevraag uit de enquête van 2019: 'Welke van onderstaande stellingen geeft het best aan welke financiële doelstellingen u wenst te bereiken met de overdracht?' Om de interpretatie eenduidig te maken, maken wij gebruik van twee antwoordopties. De eerste optie is hoge financiële afhankelijkheid (variabele = 1) indien de respondent kiest voor: "Ik wens met de overdracht een inkomen te genereren dat voldoende is om te voorzien in mijn levensonderhoud". Deze keuze geeft aan dat de familie primair afhankelijk is van het inkomen uit de overdracht, wat aansluit bij een sterke financiële afhankelijkheid. Echter, als de respondent kiest voor het volgende antwoord: "Ik heb al voldoende financiële middelen opgebouwd. Indien nodig, kan ik de nieuwe eigenaar uitstel van betaling toestaan.", dan gaan we ervan uit dat er sprake is van een lage financiële afhankelijkheid (variabele = 0). Deze optie geeft aan dat de familie niet primair afhankelijk is van de financiële opbrengsten van de overdracht, wat wij interpreteren als een lage financiële afhankelijkheid.

Andere antwoordopties zijn buiten beschouwing gelaten.

4.2.5. Onafhankelijke variabele:

Historische financiële bedrijfsprestaties

In conceptueel model 2, worden ook weer de historische financiële bedrijfsprestaties opgenomen, maar dan als onafhankelijke variabele. Ook hiervoor wordt het verschil genomen tussen de ROA van 2017 en de ROA van 2016 (ΔROA_2).

Outliers van deze onafhankelijke variabele werden geïdentificeerd en verwijderd via Tukey's methode op basis van de volledige steekproef (240 respondenten, zie sectie 4.2.3). Die gefilterde variabele zal dus consistent gebruikt worden in moderatiehypothese 2 en in deze deelsteekproef van hypothese 3.

Bij beide modellen:

4.2.6. Controlevariabelen:

In de analyse worden ook controlevariabelen opgenomen die een invloed kunnen hebben op de afhankelijke variabele familiale overdracht (FAM_OVERDRACHT) of de afhankelijke variabele financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf (FINAFH_FAM).

Leeftijd bedrijfsleider

Allereerst wordt in dit onderzoek de leeftijd van de bedrijfsleider (LEEFTIJD_LEIDER) meegenomen als een belangrijke variabele. Uit het onderzoek van Umans et al. (2021) blijkt dat naarmate een CEO ouder wordt, zijn besef van de eindigheid toeneemt, wat leidt tot een grotere drang om een opvolgingsplan te ontwikkelen.

Bovendien geeft het werk van Wiklund et al. (2013) aan dat een zorgvuldig uitgevoerde opvolgingsplanning de kans op een interne overdracht van eigendom aanzienlijk verbetert.

Grootte van het bedrijf

Ook is er al onderzoek gedaan naar wat de invloed is van de grootte van het bedrijf (Audia & Greve, 2006). De bedrijfsgrootte zal bekeken worden op basis van het aantal werknemers via de variabele GRT_OND (Wennberg et al., 2011; Wiklund et al., 2013). Bovendien wijst onderzoek uit dat grotere ondernemingen, die vaak beschikken over meer middelen en een formelere organisatie, vaker gestructureerde opvolgingsplannen hanteren om een soepele overdracht te realiseren (Lambrecht & Lievens, 2008).

Generatie

Generatie is een belangrijke controlevariabele in dit onderzoek en wordt weergegeven door GEN_BEDRIJF (Molly, Laveren & Deloof, 2010). Naarmate een familiebedrijf meerdere generaties doormaakt, ontwikkelt het een sterkere traditie en expertise in successieplanning. Dit verkleint de kans op een mislukte familiale overdracht en vermindert de noodzaak om het bedrijf extern te verkopen (Sharma et al., 2003; Zellweger & Sieger, 2012). Latere generaties hebben vaak een beter uitgewerkt opvolgingsplan, waardoor de continuïteit binnen de familie gewaarborgd blijft. In dit onderzoek krijgt de variabele een waarde van 1 wanneer het bedrijf nog in handen is van de oprichtersgeneratie, wat betekent dat zij voor het eerst een overdrachtsbeslissing moeten nemen. Als het bedrijf door een latere generatie wordt geleid, krijgt de variabele een waarde van 0.

Spreiding van de eigendom

Tot slot wordt ook de eigendomsspreiding (EIG_SPREIDING) als controlevariabele in dit onderzoek meegenomen, omdat literatuur wijst op de negatieve effecten van een brede eigendomsverdeling op het functioneren van familiebedrijven. Zo tonen Schulze et al. (2001) in hun studie aan dat een grotere spreiding van eigendom de kans op conflicten tussen aandeelhouders vergroot, wat de effectiviteit van een familiale overdracht negatief kan beïnvloeden. Eveneens benadrukken Villalonga en Amit (2006) dat wanneer meerdere aandeelhouders met uiteenlopende belangen aanwezig zijn, dit niet alleen de interne besluitvorming verstoort maar ook de bedrijfswaarde kan drukken, wat de overdracht binnen de familie bemoeilijkt. Aangezien deze studies geen duidelijke grens aangeven waarboven conflicten tussen aandeelhouders ontstaan, gaan we ervan uit dat een bedrijf met slechts één aandeelhouder geen interne conflicten kent. In ons onderzoek krijgt de variabele daarom de waarde 0 wanneer 100% van de aandelen in handen zijn van de CEO, en de waarde 1 wanneer niet alle aandelen in handen zijn van de CEO, dus 0% tot en met 99%.

5. Resultaten

Voor de data-analyse werd er in deze paper gebruikgemaakt van het statistisch programma SPSS. De analyse startte met een verkennende analyse waarin ontbrekende waarden en *outliers* werden geïdentificeerd en behandeld, zoals beschreven in de methodologie. Vervolgens werd er een descriptieve analyse uitgevoerd met beschrijvende statistieken als resultaat om nadien de eerder geformuleerde hypothesen te testen.

5.1 Descriptieve analyse

Conceptueel model 1 (H1 en H2):

In de steekproef van 240 familiebedrijven worden 136 ondernemingen geclassificeerd als micro-ondernemingen (minder dan 10 werknemers) en 104 als kleine of (middel)grote ondernemingen. In 2019 hadden deze bedrijven gemiddeld 16 werknemers in dienst. Verder blijkt dat in 76,7% van de familiebedrijven één familie meer dan 50% van de aandelen bezit, terwijl in 51,7% van de ondernemingen ten minste één familie een beslissende invloed op de strategie uitoefent. Daarnaast heeft in 45,4% van de bedrijven minstens twee leden van dezelfde familie een rol in het management en in 70% van de gevallen identificeert het bedrijf zich als een familiebedrijf.

De bedrijfsleider is gemiddeld ongeveer 60 jaar en houdt doorgaans tussen de 51% en 99% van de aandelen in handen, waarbij 31,7% van de bedrijfsleiders alle aandelen bezit. Wat betreft de verdeling van het aandelenbezit is 57,9% in handen van de eerste generatie, 24,2% van de tweede generatie en 17,9% van de derde generatie of later.

Van de 240 familiale eigenaars verwacht 78,75% (189 bedrijven) de onderneming binnen de familie over te dragen. Hiervan anticipeert 39,2% dat de reeds actieve kinderen de aandelen zullen overnemen, 15,4% verwacht dat alle kinderen gezamenlijk het eigenaarschap overnemen en 3,8% ziet de overdracht plaatsvinden aan andere familieleden. De overige 21,25% van de familiebedrijven (51 ondernemingen) voorziet een externe overdracht, waarvan 43,3% de voorkeur geeft aan verkoop aan derden en 10% aan verkoop aan werknemers of managers. Aangezien sommige familiebedrijven meerdere opties aangaven in de enquête, is de som van de percentages niet exact gelijk aan 100%.

Onafhankelijke variabele recente financiële bedrijfsprestaties

Ten derde wordt er een beschrijvende analyse gedaan van de onafhankelijke variabele binnen dit onderzoek, namelijk de recente financiële bedrijfsprestaties. Voor deze variabele fungeert de ROA als maatstaf voor de prestaties en kan dusdanig elke reële waarde aannemen, afhankelijk van de winst of het verlies van de onderneming. Niet alleen wordt de ROA van 2019 genomen, ook de ROA van 2018 wordt meegenomen in het onderzoek.

De gemiddelde ROA voor 2018 is gelijk aan 5,74%, terwijl de mediaan gelijk is aan 4,06%. Gemiddeld genereert een familiebedrijf per 100 euro aan activa, dus 5,74 euro winst. Het mediaanbedrijf genereert 4,06 euro winst per 100 euro activa. De standaardafwijking is gelijk aan 9,958%. ROA_2018 is minimaal –16,51% en maximaal 27,43%. De gemiddelde ROA voor 2019 is 5,57%, terwijl de mediaan gelijk is aan 3,87%. Gemiddeld maakt een bedrijf dus 5,57 euro winst per 100 euro aan activa. Het mediaanbedrijf

creëert 3,87 euro winst per 100 euro aan activa. De standaardafwijking is vervolgens gelijk aan 9,533%. ROA_2019 is minimaal -14,12% en maximaal 24,90%.

Conceptueel model 2 (H3)

Na het verwijderen van de respondenten met ontbrekende gegevens over de variabele FINAFH_FAM, blijven er nog 110 familiebedrijven over, waarvan er 63 minder dan 10 werknemers tewerkgesteld hebben. Het gemiddeld aantal werknemers ligt in 2019 op 15. Daarnaast ligt bij 80,9% van de bedrijven meer dan 50% van de eigendom in handen van één familie en heeft bij 56,4% één familie de beslissende invloed op de bedrijfsstrategie of op de opvolgingsbeslissingen. Ook bestaat bij 48,2% het management uit de meerderheid of ten minste twee leden van één familie en beschouwt 71,8% zichzelf als familiebedrijf.

De bedrijfsleider is hier ook gemiddeld 60 jaar oud en heeft ook weer gemiddeld tussen de 51% en 99% van alle aandelen in handen. Bij 59,1% van de familiebedrijven heeft de eerste familiale generatie momenteel de eigendom in handen, bij 30,9% de tweede generatie en bij 10% de derde generatie of een latere generatie.

Bij beide modellen:

Moderatorvariabele/onafhankelijke variabele historische financiële bedrijfsprestaties

Vervolgens beschrijven we onze moderatorvariabele (H2)/onafhankelijke variabele (H3). Voor deze variabele fungeert ook de ROA als maatstaf voor de prestaties en kan dusdanig elke reële waarde aannemen, afhankelijk van de winst of het verlies van de onderneming. Niet alleen wordt de ROA van 2017 genomen, ook de ROA van 2016 wordt meegenomen in het onderzoek.

De gemiddelde ROA voor 2016 is gelijk aan 5,52%, terwijl de mediaan gelijk is aan 3,49%. Gemiddeld genereert een familiebedrijf per 100 euro aan activa, dus 5,52 euro winst. Het mediaanbedrijf genereert 3,49 euro winst per 100 euro activa. De standaardafwijking is gelijk aan 9,613%. ROA_2016 is minimaal -15,28% en maximaal 26,40%. De gemiddelde ROA voor 2017 is 4,87%, terwijl de mediaan gelijk is aan 3,39%. Gemiddeld maakt een bedrijf dus 4,87 euro winst per 100 euro aan activa. Het mediaanbedrijf creëert 3,39 euro winst per 100 euro aan activa. De standaardafwijking is vervolgens gelijk aan 8,57%. ROA_2017 is minimaal -13,26% en maximaal 23,62%.

Controlevariabelen

Ten slotte worden de controlevariabelen geanalyseerd. Ten eerste de leeftijd van de bedrijfsleider, die gemiddeld gelijk is aan 60,14 jaar. De mediaan is gelijk aan 59 jaar en de standaardafwijking is gelijk aan 5,71 jaar. De bedrijfsleider is minimaal 37 jaar en maximaal 85 jaar oud. De meeste bedrijfsleiders in deze dataset zijn tussen de 55 en 64 jaar oud. De verdeling van deze variabele is unimodaal, want er is één duidelijke piek. Daarnaast is er een lichte uitschieterstaart naar rechts (positieve skew). Betreffende de bedrijfsgrootte zien we dat er gemiddeld 16 werknemers tewerk gesteld worden. De mediaan is gelijk aan 8 en de standaardafwijking is gelijk aan 25,57. Er zijn minimaal 0,0 en maximaal 240 werknemers in de onderzochte familiebedrijven aanwezig. De meeste familiebedrijven stellen tussen 1 en 8 werknemers tewerk. De variabele GRT_OND is dus scheef verdeeld naar links. Vervolgens is ook de generatie die de aandelen in handen heeft, een controlevariabele. Wanneer de variabele GEN_BEDRIJF een waarde 1 heeft, dan is het bedrijf in handen van de eerste generatie. Wanneer de variabele daarentegen een waarde 0 heeft, dan is het bedrijf niet in handen van de eerste generatie maar in handen van de tweede, derde, vierde,

vijfde of verdere generatie. Het gemiddelde is gelijk aan 0,58 wat betekent dat 58% van de bedrijven in handen is van de eerste generatie. De mediaan is gelijk aan 1. Er zitten dus meer bedrijven van een eerste generatie in de dataset. Tot slot bekijken we de eigendomsspreiding als een controlevariabele. Deze variabele kan een waarde 0, er is één eigenaar in het bedrijf met alle aandelen, of een waarde 1, niet alle aandelen zijn in handen van één bedrijfsleider, aannemen. Het gemiddelde van deze variabele is 0,68. In 68% van de bedrijven is er dus meer dan één eigenaar. De mediaan is gelijk aan 1, wat betekent dat er meer bedrijven zijn met verschillende aandeelhouders. De standaardafwijking is gelijk aan 0,466. Bij 4,2% van de bedrijven heeft de bedrijfsleider geen aandelen in handen, bij 1,7% heeft deze persoon tussen de 1 en 10% in handen, 1,7% heeft tussen de 11% en 20%, 25,4% heeft tussen de 21% en 50% aandelen in handen, 35,4% tussen de 51% en 99%, en tot slot heeft dus 31,7% van alle bedrijfsleiders alle aandelen in handen.

De descriptieve analyses van alle variabelen binnen dit onderzoek wordt nog eens samenvattend weergegeven in tabel 1 en tabel 2.

Tabel 1: Descriptieve analyse steekproef H1 en H2

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaardafwijking
FAM_OVERDRACHT	0	1	0,79	0,410
ROA_2018	-16,51	27,43	5,74	9,958
ROA_2019	-14,12	24,90	5,57	9,533
ΔROA	-13,33	12,67	-,37	6,390
ROA_2016 (*)	-15,28	26,40	5,52	9,613
ROA_2017 (*)	-13,26	23,62	4,87	8,570
ΔROA_2**	-12,86	12,02	-,635	6,079
LEEFTIJD_LEIDER	37	85	60,14	5,709
GRT_OND	0	240	15,91	25,572
GEN_BEDRIJF	0	1	0,58	0,495
EIG_SPREIDING	0	1	0,68	0,466

N = 240

(*) N voor de variabelen ROA_2016 en ROA_2017 is gelijk aan 239, omdat elk van deze variabelen slechts 1 missende waarde heeft.

(**) N voor Δ ROA_2 is 238.

Tabel 2: Descriptieve analyse steekproef H3

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaardafwijking
FINAFH_FAMILIE*	0	1	0,65	0,478
ROA_2016	-15,28	26,40	5,98	9,530
ROA_2017	-13,26	23,62	4,28	8,383
ΔROA_2	-12,86	12,02	-1,64	5,926
LEEFTIJD_LEIDER	43	85	60,08	5,818
GRT_OND	1	94	14,72	17,181
GEN_BEDRIJF	0	1	0,58	0,496
EIG_SPREIDING	0	1	0,72	0,453

N = 110

*N voor de variabele FINAFH_FAMILIE is gelijk aan 110 omdat er bij sommige respondenten ontbrekende waarden zijn, en enkel antwoordopties 1 en 3 nuttig zijn voor dit onderzoek. Antwoordopties 2 en 4 worden dus buiten beschouwing gelaten.

5.2 Correlatiematrix

Tabel 3 en Tabel 4 tonen de pairwise correlaties tussen de verschillende variabelen uit het conceptueel model, gemeten aan de hand van de Pearson correlatiecoëfficiënt die varieert tussen -1 en +1. Deze correlatiecoëfficiënt geeft inzicht in de sterkte en richting van de lineaire samenhang tussen de variabelen. Een positieve correlatie geeft aan dat hogere waarden van de ene variabele samenhangen met hogere waarden van de andere, terwijl een negatieve correlatie het omgekeerde aangeeft. Significante correlaties zijn aangeduid met een asterisk (*) voor het 10%-niveau, met twee asterisken (**) voor het 5%-niveau en met drie asterisken (***) voor het 1%-niveau.

Uit de resultaten van tabel 3 blijkt dat de variabele familiale overdracht (FAM_OVERDRACHT) significant positief correleert met Δ ROA ($r = ,132$, $p = .042$) en met eigendomsspreiding (EIG_SPREIDING) ($r = ,133$, $p = .040$). Dit betekent dat bedrijfsleiders die verwachten hun onderneming binnen de familie over te dragen, gemiddeld een hogere verandering in financiële prestaties rapporteren en vaker een bredere eigendomsstructuur aangeven.

Verder valt op dat GEN_BEDRIJF, de generatie waartoe de bedrijfsleider behoort, significant negatief gecorreleerd is met EIG_SPR ($r = -,163$, $p = .012$). Dit suggereert dat bedrijfsleiders uit latere generaties gemiddeld een minder gespreide eigendomsstructuur rapporteren dan leiders uit eerdere generaties.

Er zijn geen significante correlaties tussen Δ ROA of Δ ROA_2 en controlevariabelen zoals de leeftijd van de bedrijfsleider of het aantal werknemers in 2018. Dit impliceert dat deze kenmerken in deze steekproef niet systematisch samenhangen met veranderingen in financiële prestaties.

Tabel 3: Pearson correlatie voor H1 en H2 (N = 240)

	Variabele	1	2	3	4	5	6
1	FAM_OVERDRACHT	1					
2	ΔROA	,132**	1				
3	ΔROA_2	-,051	-,003	1			
4	LEEFTIJD_LEIDER	,075	,020	,114*	1		
5	GRT_OND	,058	,005	-,029	,052	1	
6	GEN_BEDRIJF	-,105	,076	-,090	,080	-,106	1
7	EIG_SPREIDING	,133**	,065	,097	-,040	,103	-,163**

Uit de resultaten van tabel 4 blijkt dat de variabele financiële afhankelijkheid van de familie (FINAFH_FAM) significant positief gecorreleerd is met eigendomsspreiding (EIG_SPREIDING) ($r = ,250$; $p = .008$). Dit betekent dat familiebedrijven met een bredere eigendomsstructuur vaker aangeven in hoge mate financieel afhankelijk te zijn van de familie.

Deze bevinding wordt ondersteund door Villalonga, Amit, Trujillo en Guzmán (2015), die stellen dat eigendomsspreiding binnen familiebedrijven kan leiden tot verhoogde monitoring en betrokkenheid van meerdere familieleden, wat de financiële verbondenheid van de familie met het bedrijf versterkt. Ook Azizi, Bidgoli en Taheri (2021) concluderen dat eigendoms- en managementstructuren waarin meerdere familieleden betrokken zijn, positief samenhangen met de prestaties van familiebedrijven, mede door de verhoogde betrokkenheid en het gedeelde langetermijndoel. Zo streven familieaandeelhouders voornamelijk naar continuïteit en vermijden ze kortetermijnrisico's door te investeren in het bedrijf en hun mensen. Daardoor geven zij de voorkeur aan een stabiele dividenduitkering en een conservatieve koers om zowel gezamenlijke financiële belangen als hun *socioemotional wealth* (SEW) te beschermen (Miller & Le Breton-Miller, 2005). Tegelijkertijd waarschuwen Schulze et al. (2001) dat altruïsme binnen familiebedrijven ook kan leiden tot *free-rider* gedrag, waarbij minder actieve familieleden profiteren van de inspanningen van anderen zonder zelf bij te dragen. Hierdoor kan eigendomsspreiding, ondanks verhoogde betrokkenheid, ook gepaard gaan met een verminderde effectiviteit van monitoring en verhoogde agencykosten.

Daarnaast toont ook de kernvariabele van hypothese 3, namelijk de verandering in historische financiële prestaties (ΔROA_2), een zwak positieve correlatie met FINAFH_FAM ($r = ,152$; $p = ,113$), maar deze is niet significant op het 10%-niveau. Dit suggereert dat bedrijven met een positieve prestatie-evolutie tussen 2016 en 2017 mogelijk iets vaker financieel afhankelijk zijn van de familie, al moet deze bevinding met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden.

ΔROA_2 vertoont daarentegen wel zwak significante negatieve correlaties met twee controlevariabelen: GEN_BEDRIJF ($r = -,175$; $p = ,067$) en GRT_OND ($r = ,044$; $p = ,648$), waarbij enkel het verband met GEN_BEDRIJF op het 10%-niveau ligt. Dit kan betekenen dat bedrijven in latere generaties vaker een daling in prestaties ervaren, al is dit geen sterk effect.

Voor de overige controlevariabelen, zoals leeftijd van de bedrijfsleider ($r = ,121$; $p = ,207$) en grootte van de onderneming ($r = ,044$; $p = ,648$), werden geen significante correlaties vastgesteld.

Opmerkelijk is dat GEN_BEDRIJF ook een zwak negatief verband vertoont met GRT_OND ($r = -,177$; $p = ,064$), wat suggereert dat bedrijven in de eerste generatie gemiddeld kleiner zijn dan bedrijven in latere generaties.

Tabel 4: *Pearson correlatie voor H3 (N = 110)*

	Variabele	1	2	3	4	5
1	FINAFH_FAM	1				
2	ΔROA_2	,152	1			
3	LEEFTIJD_LEIDER	-,043	,121	1		
4	GRT_OND	,101	,044	,053	1	
5	GEN_BEDRIJF	-,060	-,175*	,058	-,177*	1
6	EIG_SPREIDING	,250***	,170*	-,068	,023	-,085

Tot slot is het belangrijk om te controleren op multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen in het regressiemodel. Multicollineariteit is een verschijnsel waarbij twee of meer verklarende variabelen in een regressiemodel sterk samenhangen, wat tot vertekende en verwarrende regressie-uitkomsten kan leiden.

Om multicollineariteit te beoordelen wordt gebruikgemaakt van de Variance Inflation Factor (VIF). De VIF geeft aan in welke mate de variantie van een regressiecoëfficiënt wordt vergroot door lineaire samenhang met andere voorspellers in het model. Een VIF-waarde hoger dan 5 wordt doorgaans beschouwd als problematisch, aangezien dit wijst op te sterke onderlinge correlaties die de betrouwbaarheid van de regressie ondermijnen (Akinwande, Dikko & Samson, 2015). Na het berekenen van de VIF-waardes, blijkt dat elk van deze waardes ruim onder de kritieke grens van 5 blijft, met de hoogste waarde op slechts 1,081. Dit impliceert dat de voorspellers voldoende onafhankelijk van elkaar zijn en dat er geen sprake is van multicollineariteit. De regressieresultaten kunnen dus als betrouwbaar worden beschouwd, en de schattingen van de individuele effecten worden niet vertekend door onderlinge samenhang tussen de onafhankelijke variabelen.

5.3 Testen van hypothesen

Om de drie hypothesen te testen, wordt er gebruikgemaakt van logistische regressieanalyses. Aangezien de afhankelijke variabele in hypothesen 1 en 2 dichotoom zijn (familiale overdracht: 1 = verwacht familiaal over te dragen, 0 = verwacht extern te verkopen), is binaire logistische regressie de geschikte analysetechniek. Voor hypothese 3, waarin de afhankelijke variabele financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf ook dichotoom is (1 = hoge financiële afhankelijkheid, 0 = lage financiële afhankelijkheid), wordt ook een binaire logistische regressie toegepast, maar enkel binnen de subgroep van ondernemingen die een familiale overdracht verwachten.

De logistische regressie laat toe om de invloed van één of meerdere onafhankelijke variabelen (zowel continu als categorisch) op een dichotome uitkomstvariabele te analyseren. Er zijn geen assumpties met betrekking tot de verdeling van de onafhankelijke variabelen. Wel moet er rekening gehouden worden met de steekproefgrootte: een te klein aantal observaties in verhouding tot het aantal voorspellers kan de resultaten vertekenen. Daarnaast is het belangrijk om multicollineariteit en invloedrijke *outliers* te vermijden.

Uit de VIF-waarden blijkt dat er geen sprake is van multicollineariteit. Wat betreft *outliers*: voor de variabelen ROA_2016, ROA_2017, ROA_2018 en ROA_2019 zijn extreme waarden teruggebracht tot de boven- en ondergrenzen op basis van Tukey's methode (zie sectie 4.2.2). Ook bij Δ ROA en Δ ROA_2 zijn extreme waarden aangepast naar de boven- en ondergrenzen waardoor ook aan deze voorwaarde voldaan is (Pallant, 2016).

5.3.1 Algemeen regressiemodel: controlevariabelen

Het eerste logistische regressiemodel bevat de afhankelijke variabele FAM_OVERDRACHT en de controlevariabelen LEEFTIJD_LEIDER, GRT_OND, GEN_BEDRIJF en EIG_SPREIDING. Dit model werd opgesteld om de invloed van deze controlevariabelen te isoleren alvorens de hoofddeterminanten en mogelijke moderatoren te toetsen.

De Omnibus Test of Model Coefficients (chi-kwadraatstatistiek) toont aan dat het model als geheel significant is op het 10%-niveau ($\chi^2 = 8,997$; $df = 4$; $p = ,061$). Dit betekent dat de controlevariabelen gezamenlijk een bescheiden maar statistisch relevante verbetering van het model opleveren ten opzichte van een model zonder voorspellers.

Aangezien een traditionele R^2 -waarde ontbreekt in logistische regressie, werd gebruikgemaakt van de pseudo- R^2 -indicatoren. De Cox & Snell R^2 bedraagt ,035 en de Nagelkerke R^2 ,054. Dit wijst erop dat het model slechts 3,5% tot 5,4% van de variantie in de kans op familiale overdracht verklaart. De verklaringskracht van dit controlemodel is dus beperkt.

De Hosmer & Lemeshow goodness-of-fit test is niet significant ($\chi^2 = 6,090$; $df = 8$; $p = ,637$), wat erop wijst dat het model een goede fit vertoont ten opzichte van de geobserveerde waarden.

Wat betreft de individuele effecten van de controlevariabelen blijkt opnieuw dat geen enkele variabele significant is op het 5%-niveau, maar dat GEN_BEDRIJF ($p = ,099$) en EIG_SPREIDING ($p = ,097$) wel significant zijn op het 10%-niveau.

Tabel 5: Resultaten regressieanalyse algemeen model

Afh. variabele FAM_OVERDRACHT	Regressiecoëfficiënt (β)	p-waarde (Sig.)
Controlevariabelen		
LEEFTIJD_LEIDER	,041	,181
GRT_OND	,006	,465
GEN_BEDRIJF	-,566	,099*
EIG_SPREIDING	,539	,097*
Modelstatistieken		
Cox & Snell R ²	Waarde	
Nagelkerke R ²		
Overall model fit (df = 4)	8,997	,061*
Hosmer & Lemeshow (df = 8)	6,090	,637

Op basis van dit model kan worden geconcludeerd dat de controlevariabelen een beperkte, maar mogelijk relevante invloed hebben op de keuze voor familiale overdracht, waarbij de interpretatie enige voorzichtigheid vereist vanwege het zwakke significantieniveau van 10%.

Voor hypothese 3, die betrekking heeft op de subgroep van bedrijven die familiale overdracht verwachten, wordt geen apart controlemodel gerapporteerd. In deze analyse wordt rechtstreeks het effect van historische financiële prestaties op de kans op hoge familiale afhankelijkheid onderzocht, inclusief de controlevariabelen binnen deze subgroep.

5.3.2 Hypothese 1

Om hypothese 1 te toetsen, werd een binaire logistische regressie uitgevoerd met de keuze voor familieoverdracht als afhankelijke variabele (1 = familieoverdracht, 0 = externe verkoop) en de verandering in financiële prestaties (Δ ROA) als onafhankelijke variabele. Δ ROA werd berekend als het verschil tussen de Return on Assets (ROA) in 2019 en 2018, waarbij een positieve waarde wijst op een verbetering van de financiële prestaties. Daarnaast werden de controlevariabelen leeftijd van de bedrijfsleider, grootte van de onderneming, generatie van het bedrijf en eigendomsspreiding opgenomen in het model.

De Omnibus Test of Model Coefficients toonde aan dat het model met predictoren significant beter presteert dan het nulmodel zonder voorspellers ($\chi^2(5) = 12,944$; $p = .024$). De verklaarde variantie van het model blijft beperkt: de Cox & Snell R² bedraagt .053 en de Nagelkerke R² .081. De Hosmer-Lemeshow test bevestigt een goede model fit ($\chi^2(8) = 7.684$; $p = .465$), wat betekent dat de voorspellingen van het model goed overeenkomen met de geobserveerde waarden.

De onafhankelijke variabele Δ ROA bleek een significante voorspeller van de keuze voor overdracht ($B = 0.044$; $SE = 0.021$; $Wald = 4.243$; $p = .039$). De odds ratio ($\text{Exp}(B) = 1.045$) suggereert dat bij een stijging van één eenheid in Δ ROA, de kans op familiale overdracht met ongeveer 4,5% toeneemt. Aangezien familiale overdracht gecodeerd werd als 1, impliceert dit dat bedrijven met een positieve evolutie in hun financiële prestaties vaker kiezen voor familiale overdracht.

Daarnaast bleek ook de controlevariabele GEN_BEDRIJF zwak significant op het 10%-niveau ($B = -0,614$; $p = ,082$). Deze variabele werd gecodeerd als 1 voor bedrijven in eerste generatie en 0 voor latere generaties. De negatieve coëfficiënt duidt erop dat bedrijven in eerste generatie minder vaak kiezen voor familiale overdracht en dus vaker opteren voor externe verkoop dan bedrijven in latere generaties. Volgens een studie van Drewniak, Słupska en Gozdziowska-Nowicka (2020) hechten familiebedrijven met een langere traditie en geschiedenis meer belang aan het behouden van familie-eigendom en -controle, wat de voorkeur voor familiale opvolging dus laat toenemen in latere generaties.

Deze bevinding ondersteunt dus hypothese 1, die stelt dat hogere financiële prestaties de kans op familiale overdracht verhogen ten opzichte van externe verkoop.

Tabel 6: Resultaten regressieanalyse H1

Afh. variabele FAM_OVERDRACHT	β	p
ΔROA	-0,044**	0,039
LEEFTIJD_LEIDER	0,044	0,155
GRT_OND	0,005	0,594
GEN_BEDRIJF	-0,614*	0,082
EIG_SPREIDING	0,541	0,110
Modelstatistieken		
Overall model fit (χ^2 , df = 5)	12,944**	0,024
Cox & Snell R Square	0,053	
Nagelkerke R Square	0,081	

5.3.3 Hypothese 2: Moderatie

In hypothese 2 werd verwacht dat het effect van recente financiële prestaties op de kans op familiale overdracht afhangt van de historische financiële prestaties van het bedrijf. Met andere woorden: het positieve verband tussen een recente stijging in prestaties (ΔROA : ROA2019 – ROA2018) en de kans op familiale overdracht zou sterker moeten zijn wanneer het bedrijf ook in het verleden een stijging kende (ΔROA_2 : ROA2017 – ROA2016). Om deze moderatiehypothese te toetsen, werd in een logistisch regressiemodel een interactieterm opgenomen tussen ΔROA en ΔROA_2 , naast beide hoofdeffecten en vier controlevariabelen (generatie, eigendomsspreiding, leeftijd van de bedrijfsleider en grootte van de onderneming). Deze interactieterm werd INTERACTIE_RECENT_HISTORISCH genoemd.

Het model als geheel was significant ($\chi^2(7) = 16,272$; $p = .023$), wat wijst op een betere voorspelling dan een nulmodel zonder voorspellers. De verklaarde variantie bleef wel beperkt (Nagelkerke $R^2 = .103$), maar de Hosmer-Lemeshow test duidde op een goede fit ($p = .667$).

Cruciaal voor deze hypothese is de interactieterm tussen recente en historische prestaties. Deze bleek niet significant ($B = 0.006$; $p = .125$), wat erop wijst dat er geen bewijs werd gevonden voor een modererend effect van historische prestaties op de relatie tussen recente prestaties en familiale overdracht. Hoewel

recente prestaties op zich wel een significante voorspeller waren ($p = .028$), wijst de afwezigheid van een interactie-effect erop dat dit verband onafhankelijk is van hoe het bedrijf het in het verleden deed.

Deze bevindingen bieden dus geen ondersteuning voor hypothese 2. De kans op familiale overdracht wordt wel beïnvloed door recente financiële bedrijfsprestaties, maar deze relatie wordt niet versterkt of verzwakt door historische financiële bedrijfsprestaties.

Tabel 7: Resultaten regressieanalyse H2

Afh. variabele FAM_OVERDRACHT	β	p
ΔROA	0,059**	0,028
ΔROA_2	0,029	0,447
<i>INTERACTIE_RECENT_HISTORISCH</i>	0,006	0,125
LEEFTIJD_LEIDER	0,041	0,181
GRT_OND	0,005	0,453
GEN_BEDRIJF	-0,507	0,174
EIG_SPREIDING	0,586*	0,084
Modelstatistieken		
Overall model fit (χ^2 , df = 7)	16,272**	0,023
Cox & Snell R Square	0,066	
Nagelkerke R Square	0,103	

5.3.4 Hypothese 3

Om hypothese 3 te toetsen, werd binnen de subgroep van respondenten die kozen voor familieoverdracht ($FAM_OVERDRACHT = 1$) een binaire logistische regressieanalyse uitgevoerd. De afhankelijke variabele was de financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf ($FINAFH_FAM$), gecodeerd als 0 = lage afhankelijkheid en 1 = hoge afhankelijkheid. Als onafhankelijke variabele werd de verandering in historische financiële prestaties opgenomen, berekend als het verschil tussen ROA in 2017 en 2016 (ΔROA_2). Daarnaast werden vier controlevariabelen opgenomen: generatie, eigendomsspreiding, leeftijd van de bedrijfsleider en aantal werknemers.

De Omnibus Test of Model Coefficients was ook hier significant op het 10%-niveau ($\chi^2(5) = 9,426$; $p = ,093$), wat suggereert dat het model met predictoren een zwak significante verbetering biedt ten opzichte van het nulmodel. De pseudo- R^2 -waarden wijzen op een beperkte verklaringskracht: Cox & Snell $R^2 = ,082$ en Nagelkerke $R^2 = ,113$. De Hosmer-Lemeshow test toonde geen significante afwijking tussen geobserveerde en voorspelde waarden ($\chi^2(8) = 6,454$; $p = ,596$), wat wijst op een goede model fit.

Wat de individuele voorspellers betreft, bleek ΔROA_2 ($B = 0.045$; $p = .235$) geen significante voorspeller van financiële afhankelijkheid. Dit betekent dat de verandering in historische financiële prestaties ($ROA_{2017} - ROA_{2016}$) niet in verband staat met de kans op hoge familiale afhankelijkheid. Enkel eigendomsspreiding

had een significant effect ($B = 1.029$; $p = .022$), waarbij bedrijven met gespreid eigendom bijna drie keer meer kans hadden op hoge financiële afhankelijkheid ($\text{Exp}(B) = 2.797$).

Deze resultaten bieden geen ondersteuning voor hypothese 3. Er werd geen bewijs gevonden dat een positieve evolutie in historische financiële prestaties samenhangt met een hogere familiale financiële afhankelijkheid binnen de groep bedrijven die een familiale overdracht verwachten.

Tabel 8: Resultaten regressieanalyse H3

Afh. variabele FINAFH_FAM	β	p
ΔROA_2	-0,045	0,235
LEEFTIJD_LEIDER	-0,018	0,625
GRT_OND	0,013	0,335
GEN_BEDRIJF	-0,015	0,973
EIG_SPREIDING	1,029**	0,022
Modelstatistieken		
Overall model fit (χ^2 , df = 5)	9,426*	0,093
Cox & Snell R Square	0,082	
Nagelkerke R Square	0,113	

6. Discussie

Deze masterproef onderzocht de impact van recente financiële bedrijfsprestaties in de keuze tussen familiale- of externe overdracht binnen Vlaamse familiebedrijven. Daarnaast werd nagegaan of historische financiële bedrijfsprestaties mee bepalend zijn in dit proces en of de kans op financiële afhankelijkheid van de familie groter is wanneer het bedrijf positieve historische financiële prestaties heeft gerealiseerd. Het doel was om te achterhalen welke factoren samenhangen met de intentie om het bedrijf binnen de familie te houden, dan wel extern over te dragen (**Figuur 1**) en om de financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf onder de loep te nemen (**Figuur 2**), aangezien hier weinig over onderzocht is.

De resultaten tonen een significante positieve relatie tussen recente financiële bedrijfsprestaties en de voorkeur voor familiale overdracht. Familiebedrijven die een stijging in hun ROA realiseerden tussen 2018 en 2019 gaven vaker aan de onderneming binnen de familie te willen houden. Dit ondersteunt de opvatting dat goede prestaties door families worden geïnterpreteerd als een teken van continuïteit en aantrekkelijke opvolgingsperspectieven (De Massis et al., 2016; Gomez-Mejía et al., 2007). Wanneer recente prestaties de verwachtingen overstijgen, kan dit bij familieleden het vertrouwen versterken in de huidige koers en de continuïteit van het bedrijf, wat de bereidheid tot opvolging binnen de familie vergroot (Umans et al., 2024). Ook voor adviseurs zoals accountants of specialisten binnen familiebedrijven onderstreept dit het belang van prestatiecommunicatie binnen de familiecontext, bijvoorbeeld in gesprekken over opvolging. Ook bleek uit de controlevariabelen in hypothese 1 dat eerste generaties minder vaak kiezen voor familiale overdracht en vaker voor externe verkoop. Dit sluit aan bij onderzoek van Drewniak et al. (2020), die stellen dat familiebedrijven met een langere traditie meer belang hechten aan behoud van familie-eigendom en daardoor eerder kiezen voor opvolging binnen de familie.

Het veronderstelde modererende effect van historische financiële bedrijfsprestaties op het verband tussen recente financiële bedrijfsprestaties en de keuze voor familiale overdracht werd daarentegen niet bevestigd. Hoewel recente prestaties doorslaggevend blijken, verandert hun effect niet naargelang de vroegere prestaties. Dit suggereert dat families vooral handelen op basis van actuele signalen van succes, eerder dan op basis van consistente prestaties over meerdere jaren. Dit sluit aan bij eerder onderzoek dat stelt dat families bij overdracht vaak beslissingen nemen op basis van kortetermijnpercepties, zowel richting opvolgers als externe partijen (Zellweger, 2007; Sharma & Manikutty, 2005).

Voor de derde hypothese werd ook geen bevestiging gevonden: er bleek geen significante relatie te zijn tussen historische prestaties en familiale afhankelijkheid. Eigendomsspreiding daarentegen bleek wel een opvallende voorspeller: bedrijven met meerdere familiale aandeelhouders rapporteerden vaker een hoge afhankelijkheid van de onderneming. Dit kan wijzen op een collectieve financiële betrokkenheid en risicospreiding binnen de familie, die niet noodzakelijk gelinkt is aan de prestatiegeschiedenis, maar eerder aan de wens om controle en continuïteit binnen de familie te behouden. Deze bevinding sluit aan bij de inzichten van Gomez-Mejia et al. (2007), die aantonen dat families soms bewust afzien van financiële optimalisatie omwille van langetermijndoelen en het behoud van SEW. Ook Wiklund et al. (2013) wijzen op een invers U-vormig verband tussen eigendomsspreiding en familiale overdracht: een gematigde spreiding kan opvolging faciliteren, terwijl een te grote spreiding eerder leidt tot conflicten en verminderde onderlinge

samenhang. Voor adviseurs betekent dit dat zij financiële afhankelijkheid expliciet dienen te bespreken, aangezien deze factor – los van prestaties – overdrachtsintenties mee kan bepalen.

Net zoals de prestatieverschillen tussen intra-familiale en externe eigendomsoverdracht in de literatuur weinig aandacht gekregen hebben (Astrachan, 2010), wordt ook de rol van tijdsdimensies in prestaties zelden expliciet onderzocht. Deze studie biedt hierop een aanvulling door zowel recente, als historische prestatieperiodes mee te nemen in het kwantitatief onderzoek.

Beperkingen en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek

Toch zijn er enkele beperkingen aan deze studie. De steekproef bestaat uitsluitend uit Vlaamse familiebedrijven die in 2019 hun overdrachtsintenties aangaven, waardoor de resultaten beperkt generaliseerbaar zijn naar andere regio's of tijdsperiodes. Daarnaast betreft de analyse gegevens uit de periode van 2016 tot en met 2019, dus voorafgaand aan een reeks ingrijpende mondiale gebeurtenissen zoals de coronapandemie, het conflict tussen Rusland en Oekraïne en aanhoudende economische en geopolitieke spanningen. Dit garandeert stabiliteit maar beperkt de toepasbaarheid op de huidige context, waarin familiebedrijven steeds vaker worden geconfronteerd met verhoogde economische onzekerheid, volatiele marktomstandigheden, inflatie en verstoorde toeleveringsketens.

Wat betreft de data uit de databank Bel-first, waren de volgende extra variabelen ook nuttig geweest om mee te nemen in het onderzoek: schulden of goodwill. Door de schuldgraad op te nemen, controleer je voor financiële spanningen en externe afhankelijkheid die het positieve effect van ROA op familieoverdracht kunnen temperen. Goodwill fungeert als proxy voor immateriële familiewaarde (SEW), waardoor je beter inzicht krijgt in hoe niet-financiële activa de overdrachtsbeslissing beïnvloeden. Ook was het achteraf nuttig geweest als er een langere historiek aan ROA was meegenomen, aangeleverd door Bel-First. Nu is de historiek namelijk beperkt tot 2016.

Gezien het gebruik van secundaire surveydata, is het belangrijk om de methodologische beperkingen die bij dit soort bronnen komen kijken, te bespreken. Omdat de enquête niet specifiek werd ontworpen in functie van dit onderzoek, kon de opbouw van sommige schalen niet optimaal afgestemd worden op de onderzochte hypothesen. Zo werd financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf gemeten aan de hand van één enkelvoudige meerkeuzevraag, waarvan slechts twee antwoordopties bruikbaar bleken voor de analyses. Bovendien kon deze vraag enkel worden beantwoord indien de respondent aangaf een familiale overdracht te verwachten. Dit leidde tot een lagere responsgraad op deze variabele en beperkte mogelijk de statistische kracht van de analyses voor hypothese 3. Indien primaire data aan de orde is, zou de volgende hypothese relevant zijn om verder te onderzoeken: 'De mate waarin de familie financieel afhankelijk is van het bedrijf versterkt het effect van positieve historische bedrijfsprestaties op de keuze voor familiale overdracht', waar ik enkel het rechtstreekse positieve effect tussen financiële afhankelijkheid van de familie en historische financiële bedrijfsprestaties heb kunnen onderzoeken. Op die manier kan er meer informatie opgehaald worden over de rol van financiële afhankelijkheid van de familie in de opvolgingsbeslissing. Vervolgens, omdat de beschikbare secundaire data enkel externe verkoop, familiale overdracht en liquidatie omvatte, was het onderzoek beperkt tot deze exitroutes. Hoewel dit voldeed voor deze kwantitatieve analyse, zou vervolgonderzoek baat hebben bij het opnemen van aanvullende exitopties. Ook Wennberg et al. (2011) pleiten voor meer differentiatie binnen opvolgingstypes, zoals het onderscheid tussen tweede en

derde generatie, of tussen management buy-out (MBO) en management buy-in (MBI). Tot slot kunnen in surveyonderzoek biases optreden zoals sociale wenselijkheid of interpretatieverschillen bij complexe vragen, wat eveneens een invloed kan hebben gehad op de resultaten.

Toekomstig onderzoek zou kunnen overwegen om via primaire data gevalideerde en meeromvattende schalen te gebruiken, zodat zowel financiële afhankelijkheid als niet-financiële factoren nauwkeuriger kunnen worden gemeten en geïntegreerd in het verklaringsmodel. De niet-financiële elementen dragen vaak een emotionele en symbolische waarde voor familiebedrijven, en kunnen in bepaalde contexten dan ook een grotere rol spelen dan louter economische motieven (DeTienne & Chirico, 2013; Chirico et al., 2020; Kammerlander & Khoury, 2025; Le Breton-Miller & Miller, 2018; Chrisman, Chua & Sharma, 2005). Dit sluit aan bij literatuur die aantoont dat familiebedrijven zelfs onder financiële druk vaker geneigd zijn door te zetten dan te desinvesteren, omdat een exit een verlies van SEW betekent (Chirico et al., 2020).

Daarnaast is longitudinaal onderzoek aangewezen, waarbij bedrijven over meerdere jaren opgevolgd worden tot aan een effectieve overdracht. Dit zou toelaten om geplande en ongeplande overdrachten (bijvoorbeeld ingegeven door gezondheid of noodzaak) van elkaar te onderscheiden en zo sterkere causale verbanden bloot te leggen. Zoals Wiklund et al. (2013) benadrukken, kan het vroegtijdig betrekken van de volgende generatie – bijvoorbeeld via aandelenoverdracht – de betrokkenheid en kans op succesvolle opvolging verhogen.

Verder kunnen diepte-interviews met bedrijfsleiders en familiale aandeelhouders helpen om spanningen of motieven bloot te leggen die in kwantitatieve analyses moeilijker detecteerbaar zijn, vooral in situaties waarin economische overwegingen niet allesbepalend zijn. De resultaten van dit onderzoek bevestigen namelijk dat overdrachtsintenties niet uitsluitend door financiële prestaties worden bepaald: ondanks goede cijfers kiest een deel van de bedrijven nog steeds voor externe verkoop. Hiermee tonen we aan dat factoren als familiale conflicten, gebrek aan opvolgers, veranderde persoonlijke doelstellingen of een gunstige marktcontext eveneens een belangrijke rol spelen in het exitbeslissingsproces (Kammerlander & Khoury, 2025; Le Breton-Miller & Miller, 2018; Chrisman, Chua & Sharma, 2005).

Tevens is het – gezien de bevinding dat meer familieaandeelhouders correleren met hogere financiële afhankelijkheid – relevant om verder te onderzoeken of deze afhankelijke aandeelhouders louter een financiële rol vervullen, of dat zij ook actief betrokken zijn bij beslissingen en operaties van het bedrijf. Bovendien zou vervolgonderzoek ook kunnen onderzoeken hoe het risico- en overdrachtsgedrag verschilt tussen bedrijven met prestaties onder en boven hun aspiratieniveau.

Ten slotte verdient ook de rol van perceptie van prestaties meer aandacht. Waar deze studie werkte met objectieve ROA-cijfers, wijzen eerdere onderzoeken (De Massis et al., 2016) erop dat familieleden financiële prestaties vaak subjectief evalueren in vergelijking met concurrenten. Dit had gemeten kunnen worden aan de hand van de sectorclassificaties, indien die beschikbaar waren. In toekomstig onderzoek kan de ROA dan bijvoorbeeld worden vergeleken met het gemiddelde van vergelijkbare ondernemingen binnen de eigen steekproef of subsector, zodat de relatieve prestatie beter in perspectief komt te staan dan louter de absolute ROA-waarde. Mogelijk is het dus niet de absolute prestatie, maar de perceptie ervan die bepalend is voor overdrachtsintenties.

7. Conclusie

Op basis van een kwantitatieve analyse van 240 familiebedrijven is nagegaan of recente financiële bedrijfsprestaties (stijgende ROA) de keuze beïnvloeden tussen familiale overdracht en externe verkoop. Hieruit blijkt dat recente financiële bedrijfsprestaties een significante en positieve invloed hebben op de kans op familiale overdracht (H1). Sterke financiële prestaties scheppen immers vertrouwen in de continuïteit, waardoor families eerder geneigd zijn het bedrijf binnen de familie te houden (De Massis et al., 2016; Gómez-Mejía et al., 2007). Ook bleek uit H1 dat eerste generaties minder vaak kiezen voor familiale overdracht, wat overeenstemt met de bevindingen van Drewniak et al. (2020). Het veronderstelde modererende effect van positieve historische financiële bedrijfsprestaties op H1 kon echter niet worden bevestigd (H2). In een deelsteekproef van 110 familiebedrijven bleek bovendien dat de financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf niet groter is wanneer het bedrijf positieve historische financiële prestaties kende (H3). Wel neemt die afhankelijkheid significant toe bij een bredere eigendomsspreiding binnen de familie. Dit sluit aan bij onderzoek van Villalonga et al. (2015) en Miller en Le Breton Miller (2005), die aantonen dat gedeeld eigenaarschap niet alleen gezamenlijke financiële belangen creëert, maar ook leidt tot vergelijkbare strategische voorkeuren.

Academisch draagt dit onderzoek bij aan de literatuur over exitstrategieën in familiebedrijven door de rol van economische signalen explicieter te kaderen binnen overdrachtsbeslissingen. Alhoewel eerder onderzoek zich al gericht heeft op een breed scala aan factoren die ten grondslag liggen aan de beslissing om al dan niet door te gaan met een bedrijf (voor een overzicht, zie Wennberg & DeTienne, 2014), bleef de rol van bedrijfsprestaties binnen deze keuze tot nu toe onderbelicht. Evenals werd de impact van de financiële afhankelijkheid van de familie ten opzichte van het bedrijf – oftewel de mate waarin het familievermogen geconcentreerd is in de onderneming – op de keuze voor externe verkoop versus familiale overdracht helemaal nog niet onderzocht. De vermogensconcentratie van familiebedrijven is wel al onderzocht geweest (He, Zhang & Xiao, 2023). Gezien de beperking van secundaire data kon er enkel onderzocht worden of de kans op financiële afhankelijkheid van de familie groter is wanneer het bedrijf positieve historische financiële prestaties heeft gerealiseerd, wat ook nog niet eerder empirisch onderzocht was.

Uit dit onderzoek kan besloten worden dat actuele financiële prestaties zwaarder wegen dan langetermijntrends bij strategische keuzes, wat eerder onderzoek bevestigt aangezien ook Zellweger (2007) en Sharma en Manikutty (2005) tot de conclusie kwamen dat families bij overdracht vaak beslissingen nemen op basis van kortetermijnpercepties, zowel richting opvolgers als externe partijen. Praktisch gezien kunnen deze inzichten adviseurs en beleidsmakers van familiebedrijven helpen om overdrachtstrajecten beter te begeleiden. Door prestatiecijfers correct te interpreteren en eigendomsstructuren bespreekbaar te maken, kunnen families meer geïnformeerde beslissingen nemen. Dit is cruciaal in een context waarin familiale continuïteit steeds minder vanzelfsprekend is.

8. Bibliografie

- Agrawal, A., & Nagarajan, N. J. (1990). Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *The Journal of Finance*, 45(4), 1325-1331.
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179-211.
- Akinwande, M. O., Dikko, H. G., & Samson, A. (2015). Variance inflation factor: as a condition for the inclusion of suppressor variable (s) in regression analysis. *Open journal of statistics*, 5(07), 754.
- Ambrose, D. M. (1983). Transfer of the family-owned business. *Journal of Small Business Management (pre-1986)*, 21(000001), 49.
- Aronoff, C. E., & Eckrich, C. J. (1999). Trends in family-business transitions. *Nation's Business*, 87(5), 62-64.
- Arregle, J. L., Hitt, M. A., Sirmon, D. G., & Very, P. (2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of management studies*, 44(1), 73-95.
- Astrachan JH. 2010. Strategy in family business: toward a multidimensional research agenda. *Journal of Family Business Strategy* 1(1): 6-14.
- Audia, P. G., & Greve, H. R. (2006). Less likely to fail: Low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry. *Management science*, 52(1), 83-94.
- Azizi, M., Bidgoli, M. S., & Taheri, A. (2021). The effect of ownership and management structure on family businesses performance. *Cogent business & management*, 8(1), 1872888.
- Babich, V., & Sobel, M. J. (2004). Pre-IPO operational and financial decisions. *Management Science*, 50(7), 935-948.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.
- Barton, S. L., & Gordon, P. I. (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?. *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75.
- Becerra, M., Cruz, C., & Graves, C. (2020). Innovation in family firms: The relative effects of wealth concentration versus family-centered goals. *Family Business Review*, 33(4), 372-392.
- Beckhard, R., & Dyer Jr, W. G. (1983). SMR forum: Managing change in the family firm-Issues and strategies. *Sloan Management Review (pre-1986)*, 24(3), 59.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less?. *Administrative science quarterly*, 55(1), 82-113.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family business review*, 25(3), 258-279.

- Birley, S., & Westhead, P. (1993). The owner-managers exit route. *Entrepreneurship and business development*, 28(1), 123-140.
- Bjuggren, P. O., & Sund, L. G. (2001). Strategic decision making in intergenerational successions of small-and medium-size family-owned businesses. *Family Business Review*, 14(1), 11-24.
- Blanco-Mazagatos, V., De Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L. A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213
- Blettner, D., Kotiloglu, S., & Lechler, T. (2019, July). Variations in the effects of performance above aspirations: empirical artifact or theoretical gap?. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2019, No. 1, p. 12248). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Bork, D. (1986). *Family business, risky business: How to make it work*. AMACOM, American Management Association.
- Brauer, M. (2006). What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda. *Journal of Management*, 32(6), 751-785.
- Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 34(1), 37-59.
- Bromiley, P., & Harris, J. D. (2014). A comparison of alternative measures of organizational aspirations. *Strategic Management Journal*, 35(3), 338-357.
- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(3), 249-265.
- Casson, M. (1999). The economics of the family firm. *Scandinavian economic history review*, 47(1), 10-23.
- Castillo, J., & Wakefield, M. W. (2006). An exploration of firm performance factors in family businesses: Do families value only the "bottom line"? *Journal of Small Business Strategy (archive only)*, 17(2), 37-52.
- Cater III, J. J., & Justis, R. T. (2009). The development of successors from followers to leaders in small family firms: An exploratory study. *Family Business Review*, 22(2), 109-124.
- Chirico, F., Gómez-Mejía, L. R., Hellerstedt, K., Withers, M., & Nordqvist, M. (2020). To merge, sell, or liquidate? Socioemotional wealth, family control, and the choice of business exit. *Journal of Management*, 46(8), 1342-1379.
- Chirico, F., & Salvato, C. (2008). Knowledge integration and dynamic organizational adaptation in family firms. *Family Business Review*, 21(2), 169-181.
- Chirico, F., Sirmon, D. G., Sciascia, S., & Mazzola, P. (2011). Resource orchestration in family firms: Investigating how entrepreneurial orientation, generational involvement, and participative strategy affect performance. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 5(4), 307-326.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., De Massis, A., Frattini, F., & Wright, M. (2015). The ability and willingness paradox in family firm innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 32(3), 310-318.

Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 36(2), 267-293.

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), 555-575.

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.

Cohn, T. & Lindberg, R. A. (1974). *Survival and growth: management strategies for the small firm*. New York: AMACON.

Coleman, S., & Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12(1), 73-85.

Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355-362.

Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17-31.

March, J. G., & Cyert, R. (1963). A behavioral theory of the firm. *Englewood Cliffs, NJ*, 2, 169-187.

Davidsson, P. (1989). Entrepreneurship—and after? A study of growth willingness in small firms. *Journal of business venturing*, 4(3), 211-226.

Davis, J. H., Allen, M. R., & Hayes, H. D. (2010). Is blood thicker than water? A study of stewardship perceptions in family business. *Entrepreneurship theory and practice*, 34(6), 1093-1116.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.

Decker, C., & Mellewigt, T. (2007). Thirty years after Michael E. Porter: what do we know about business exit?. *Academy of Management Perspectives*, 21(2), 41-55.

De Massis, A., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2008). Factors preventing intra-family succession. *Family business review*, 21(2), 183-199.

De Massis, A., Sieger, P., Chua, J. H., & Vismara, S. (2016). Incumbents' attitude toward intrafamily succession: An investigation of its antecedents. *Family business review*, 29(3), 278-300.

DeTienne, D. R. (2010). Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development. *Journal of business venturing*, 25(2), 203-215.

DeTienne, D. R., & Cardon, M. S. (2012). Impact of founder experience on exit intentions. *Small Business Economics*, 38, 351-374.

DeTienne, D. R., Chandler, G. N., & McKelvie, A. (2012, July). The impact of motivation, innovation, and causation and effectuation approaches on exit strategies. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2012, No. 1, p. 17155). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.

- DeTienne, D. R., & Chirico, F. (2013). Exit strategies in family firms: How socioemotional wealth drives the threshold of performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1297-1318.
- DeTienne, D. R., McKelvie, A., & Chandler, G. N. (2015). Making sense of entrepreneurial exit strategies: A typology and test. *Journal of Business Venturing*, 30(2), 255-272.
- Doughty, K. C. (2000). *Francisco de Narváez at Tía: Selling the family business*. Harvard Business Review Press (China Case Studies).
- Drewniak, Z., Słupska, U., & Gozdziowska-Nowicka, A. (2020). Succession and ownership in family businesses.
- Duhaime, I. M., & Grant, J. H. (1984). Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a field study. *Strategic Management Journal*, 5(4), 301-318.
- Dyer, W. G. (1986). Cultural change in family firms: Anticipating and managing business and family transitions. San Francisco: Jossey-Bass.
- Eddleston, K. A., & Kellermanns, F. W. (2007). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 545-565.
- Europese Commissie. (2003). *Aanbeveling van de Commissie van 6 mei 2003 betreffende de definitie van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen*. Publicatieblad van de Europese Unie, L 124, 36-41.
- Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of management Journal*, 33(2), 233-258.
- Francis, D. H., & Sandberg, W. R. (2000). Friendship within entrepreneurial teams and its association with team and venture performance. *Entrepreneurship theory and practice*, 25(2), 5-26.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family business review*, 17(4), 303-318.
- García-Meca, E., & Santana-Martín, D. J. (2023). Board gender diversity and performance in family firms: exploring the faultline of family ties. *Review of Managerial Science*, 17(5), 1559-1594.
- Gavetti, G., Greve, H. R., Levinthal, D. A., & Ocasio, W. (2012). The behavioral theory of the firm: Assessment and prospects. *Academy of Management Annals*, 6(1), 1-40.
- Ghalke, A., Haldar, A., & Kumar, S. (2023). Family firm ownership and its impact on performance: evidence from an emerging market. *Review of Managerial Science*, 17(2), 493-512.
- Gimeno, J., Folta, T. B., Cooper, A. C., & Woo, C. Y. (1997). Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms. *Administrative science quarterly*, 750-783.
- Giot, P., & Schwenbacher, A. (2007). IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 679-702.
- 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.
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of management studies*, 47(2), 223-252.

- Gomez-Mejia, L. R., Patel, P. C., & Zellweger, T. M. (2018). In the horns of the dilemma: Socioemotional wealth, financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of management*, 44(4), 1369-1397.
- Greve, H. R. (2003a). A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: Evidence from shipbuilding. *Academy of management journal*, 46(6), 685-702.
- Greve, H. R. (2003b). *Organizational learning from performance feedback: A behavioral perspective on innovation and change*. Cambridge University Press.
- Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family business review*, 12(1), 1-25.
- Hamilton, R. T., & Fox, M. A. (1998). The financing preferences of small firm owners. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 4(3), 239-248.
- He, X., Zhang, Y., & Xiao, W. (2023). Structure of local political power and family firms' concentration of wealth. *Family Business Review*, 36(2), 199-222.
- Headd, B. (2003). Redefining business success: Distinguishing between closure and failure. *Small business economics*, 21, 51-61.
- Hernandez, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of Management Review*, 37(2), 172-193.
- Hershon, S. A. (1975). *THE PROBLEM OF MANAGEMENT SUCCESSION IN FAMILY BUSINESSES*. Harvard University.
- Jenkins, A. S., Wiklund, J., & Brundin, E. (2014). Individual responses to firm failure: Appraisals, grief, and the influence of prior failure experience. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 17-33.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *Journal of Economic perspectives*, 5(1), 193-206.
- Kai-Ineman, D. A. N. I. E. L., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 363-391.
- Kammerlander, N., & Khoury, C. (2025). Family firm exit: A vignette study on selling to an activist versus a steward private equity investor. *International Small Business Journal*, 02662426251316229.
- Khosa, R. M. (2020). Intra-transfer of ownership factors and external transfer of ownership effects: evidence from the Gauteng enterprising community, South Africa. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*, 14(5), 765-785.
- Kołodkiewicz, I., Kozłowski, Ł., & Wojtyra-Perlejewska, M. (2023). Entrepreneurs' exit strategies and their determinants: the role of perceived exit challenges. *International Journal of Emerging Markets*, 18(10), 4591-4612.
- Lambrecht, J., & Lievens, J. (2008). Pruning the family tree: An unexplored path to family business continuity and family harmony. *Family Business Review*, 21(4), 295-313.
- Lambrecht, J., & Molly, V. (2011). Het economische belang van familiebedrijven in België.
- Laveren, E., Steijvers, T., & Umans, I. (2023). Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen 2023. Onderzoeksrapport Agentschap Innoveren en Ondernemen.

- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2018). Beyond the firm: Business families as entrepreneurs. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(4), 527-536.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Steier, L. P. (2004). Toward an integrative model of effective FOB succession. *Entrepreneurship theory and practice*, 28(4), 305-328.
- Lounsbury, M., & Beckman, C. M. (2015). Celebrating organization theory. *Journal of Management Studies*, 52(2), 288-308.
- Lumpkin, G. T., & Brigham, K. H. (2011). Long-term orientation and intertemporal choice in family firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 35(6), 1149-1169.
- Malone, S. C. (1989). Selected correlates of business continuity planning in the family business. *Family Business Review*, 2(4), 341-353.
- Mandl, I. (2008): Overview of family businesses' relevant issues. Final report. Vienna: KMU Forschung Austria.
- Markowska, M. (2011). *Entrepreneurial competence development: Triggers, processes & consequences* (Doctoral dissertation, Jönköping International Business School).
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2006). After the exit: Acquisitions, entrepreneurial recycling and regional economic development. *Regional studies*, 40(1), 55-73.
- Matthews, C. H., Vasudevan, D. P., Barton, S. L., & Apana, R. (1994). Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm. *Family Business Review*, 7(4), 349-367.
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of small business management*, 39(1), 31-49.
- McMahon, R. G., & Stanger, A. M. (1995). Understanding the small enterprise financial objective function. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19(4), 21-39.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73-87.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of Management Studies*, 45(1), 51-78.
- Miller, J. S., Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (2002). The fit between CEO compensation design and firm risk. *Academy of Management Journal*, 45(4), 745-756.
- Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family business review*, 23(2), 131-147.
- Nordqvist, M., & Melin, L. (2010). Entrepreneurial families and family firms. *Entrepreneurship & Regional Development*, 22(3-4), 211-239.
- Nordqvist, M., Wennberg, K., Bau, M., & Hellerstedt, K. (2013). An entrepreneurial process perspective on succession in family firms. *Small Business Economics*, 40, 1087-1122.
- Pallant, J. (2016). *SPSS Survival Manual: A Step By Step Guide to Data Analysis Using SPSS Program* (6th ed.). London, UK: McGraw-Hill Education.
- Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic management journal*, 14(3), 179-191.

- Peters, B., & Westerheide, P. (2011). *Short-term borrowing for long-term projects: Are family businesses more susceptible to 'irrational' financing choices?* (No. 11-006). ZEW Discussion Papers.
- Pierce, J. L., Kostova, T., & Dirks, K. T. (2003). The state of psychological ownership: Integrating and extending a century of research. *Review of general psychology*, 7(1), 84-107.
- Posen, H. E., Keil, T., Kim, S., & Meissner, F. D. (2018). Renewing research on problemistic search—A review and research agenda. *Academy of Management Annals*, 12(1), 208-251.
- Poulsen, A. B., & Stegemoller, M. (2008). Moving from private to public ownership: selling out to public firms versus initial public offerings. *Financial Management*, 37(1), 81-101.
- Poutziouris, P. Z. (2002). The financial affairs of smaller family companies PA NIK KO SZ ATA POUTZIOURIS. In *Understanding the small family business* (pp. 125-140). Routledge.
- Razzak, M. R., Abu Bakar, R., & Mustamil, N. (2019). Socioemotional wealth and family commitment: Moderating role of controlling generation in family firms. *Journal of Family Business Management*, 9(4), 393-415.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of business venturing*, 16(3), 285-310.
- Salem, L. A. E. M., & Hashem, A. E. (2023). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Socioemotional Wealth Perspective, and Empirical Evidence in Support of the Socioemotional Approach. *The Academic Journal of Contemporary Commercial Research*, 3(3), 1-20.
- Salvato, C., Chirico, F., & Sharma, P. (2010). A farewell to the business: Championing exit and continuity in entrepreneurial family firms. *Entrepreneurship & regional development*, 22(3-4), 321-348.
- Schary, M. A. (1991). The probability of exit. *The RAND Journal of Economics*, 339-353.
- Scholes, L., Westhead, P., & Burrows, A. (2008). Family firm succession: the management buy-out and buy-in routes. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 15(1), 8-30.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and decision economics*, 23(4-5), 247-259.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of management journal*, 46(2), 179-194.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12(2), 99-116.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(4), 339-358.
- Shapira, Z. (1995). *Risk taking: A managerial perspective*. Russell Sage Foundation.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family business review*, 10(1), 1-35.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2003). Predictors of satisfaction with the succession process in family firms. *Journal of business Venturing*, 18(5), 667-687.

- Sharma, P., Chrisman, J. J., Pablo, A. L., & Chua, J. H. (2001). Determinants of initial satisfaction with the succession process in family firms: A conceptual model. *Entrepreneurship theory and practice*, 25(3), 17-36.
- Sharma, P., & Manikutty, S. (2005). Strategic divestments in family firms: Role of family structure and community culture. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(3), 293-311.
- Shepherd, D. A. (2003). Learning from business failure: Propositions of grief recovery for the self-employed. *Academy of management Review*, 28(2), 318-328.
- Shinkle, G. A. (2012). Organizational aspirations, reference points, and goals: Building on the past and aiming for the future. *Journal of management*, 38(1), 415-455.
- Sitkin, S. B., & Pablo, A. L. (1992). Reconceptualizing the determinants of risk behavior. *Academy of management review*, 17(1), 9-38.
- Stam, E., Thurik, R., & Van der Zwan, P. (2010). Entrepreneurial exit in real and imagined markets. *Industrial and corporate change*, 19(4), 1109-1139.
- Sukmawati, F., & Garsela, I. (2016, August). The effect of return on assets and return on equity to the stock price. In *2016 Global Conference on Business, Management and Entrepreneurship* (pp. 53-57). Atlantis Press.
- Syamsuddin, Lukman. (2008). Corporate Financial Management. Jakarta: King Grafindo Persada.
- Symeonidou, N., DeTienne, D. R., & Chirico, F. (2022). The persistence of family firms: How does performance threshold affect family firm exit?. *Small Business Economics*, 59(2), 477-489.
- Tatoglu, E., Kula, V., & Glaister, K. W. (2008). Succession planning in family-owned businesses: Evidence from Turkey. *International Small Business Journal*, 26(2), 155-180.
- Tsai, K. H., Chang, H. C., & Peng, C. Y. (2016). Extending the link between entrepreneurial self-efficacy and intention: a moderated mediation model. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 12, 445-463.
- Umans, I., Lybaert, N., Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2021). The influence of transgenerational succession intentions on the succession planning process: The moderating role of high-quality relationships. *Journal of family business strategy*, 12(2), 100269.
- Umans, I., Lybaert, N., Steijvers, T., Voordeckers, W., & Laveren, E. (2024). Performance below and above aspirations as an antecedent of succession planning in family firms: A socio-emotional wealth mixed gamble approach. *Review of Managerial Science*, 18(5), 1427-1458.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2015). Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 635-654.
- Von Bonsdorff, M. E., Lahtonen, J., Von Bonsdorff, J., & Varamäki, E. (2019). Entrepreneurs' exit and paths to retirement: Theoretical and empirical considerations. *Handbook of Research on Elderly Entrepreneurship*, 55-77.

Ward, J. L. (1987). *Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership*. Jossey-Bass.

Wennberg, K., & DeTienne, D. R. (2014). What do we really mean when we talk about 'exit'? A critical review of research on entrepreneurial exit. *International Small Business Journal*, 32(1), 4-16.

Wennberg, K., Wiklund, J., DeTienne, D. R., & Cardon, M. S. (2010). Reconceptualizing entrepreneurial exit: Divergent exit routes and their drivers. *Journal of business venturing*, 25(4), 361-375.

Wennberg, K., Wiklund, J., Hellerstedt, K., & Nordqvist, M. (2011). Implications of intra-family and external ownership transfer of family firms: short-term and long-term performance differences. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 5(4), 352-372.

Westhead, P. (1997). Ambitions, external environment and strategic factor differences between family and non-family companies. *Entrepreneurship & Regional Development*, 9(2), 127-158.

Westhead, P., & Cowling, M. (1997). Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 3(1), 30-52.

Wiklund, J., Nordqvist, M., Hellerstedt, K., & Bird, M. (2013). Internal versus external ownership transition in family firms: An embeddedness perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1319-1340.

Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of management Review*, 23(1), 133-153.

Wright, M., & Coyne, J. (2018). *Management buy-outs*. Routledge.

Wright, M., Thompson, S., & Robbie, K. (1992). Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: a European perspective. *Journal of Business venturing*, 7(1), 47-71.

Zellweger, T. (2007). Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family business review*, 20(1), 1-15.

Zellweger, T. (2017). *Managing the family business: Theory and practice*. Edward Elgar Publishing.

Zellweger, T. M., & Astrachan, J. H. (2008). On the emotional value of owning a firm. *Family business review*, 21(4), 347-363.

Zellweger, T., & Sieger, P. (2012). Entrepreneurial orientation in long-lived family firms. *Small Business Economics*, 38, 67-84.

Zellweger, T. M., Nason, R. S., Nordqvist, M., & Brush, C. G. (2013). Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective. *Entrepreneurship Theory and practice*, 37(2), 229-248.