



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Bedrijfsoverdracht versus liquidatie: waarom kiezen 55+ ondernemers voor liquidatie van hun bedrijf ?

Adriaan Wilsens

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Jelle SCHEPERS

BEGELEIDER :

De heer Shayan SHESHBLOCKI

COPROMOTOR :

Prof. dr. Tensie STEIJVERS



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

Bedrijfsoverdracht versus liquidatie: waarom kiezen 55+ ondernemers voor liquidatie van hun bedrijf ?

Adriaan Wilsens

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Jelle SCHEPERS

BEGELEIDER :

De heer Shayan SHESHBLOOKI

COPROMOTOR :

Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Woord vooraf

Met deze masterproef rond ik mijn opleiding Handelswetenschappen, afstudeerrichting Accountancy, Financiering & Fiscaliteit aan de Universiteit Hasselt af. Het schrijven van dit werkstuk was een leerrijk en uitdagend proces.

Graag maak ik van deze gelegenheid gebruik om enkele mensen te bedanken. Ten eerste wil ik mijn promotor, prof. dr. Steijvers, en mijn begeleider, Shayan Sheshblooki, oprecht bedanken voor hun waardevolle hulp en helder advies gedurende het academiejaar. Daarnaast wil ik ook mijn invalpromotor, prof. dr. Jelle Schepers, danken voor zijn bereidwilligheid en de vlotte samenwerking. Alle drie hebben zij me op cruciale momenten op de juiste manier weten te motiveren. Verder gaat mijn dank uit naar prof. dr. Ine Umans voor het aanleveren van de dataset. Deze was bijzonder overzichtelijk en bevatte een schat aan relevante data.

Verder wil ik mijn familie en vrienden bedanken voor hun steun, hun waardevolle input en het nalezen van mijn masterproef in de aanloop naar de deadline. Ik ben ervan overtuigd dat hun bijdragen de kwaliteit van dit werkstuk aanzienlijk hebben verbeterd.

Tot slot wens ik u veel leesplezier.

Wilsens Adriaan

Academiejaar 2024-2025

Samenvatting

Doel

Familiebedrijven vormen een dominante bedrijfsvorm, waarbij volgens de Universiteit van Vlaanderen naar schatting 80% van de ondernemingen in België onder dit label valt. Zij zorgen voor een aanzienlijke tewerkstelling en dragen bij aan het Bruto Nationaal Product (BNP). Traditioneel streven familiebedrijven naar intrafamiliale opvolging als voorkeursvorm van eigendomsoverdracht.

Recente studies, zoals *Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen* (2015, 2019 & 2023) tonen echter een stijging van het aandeel ondernemers ouder dan 55 jaar met de intentie om hun bedrijf te liquideren van 8,9% naar 11,6%. Bovendien blijkt dat diezelfde ondernemingen kampen met dalende rentabiliteit. Hoewel liquidatie nog steeds de minst gekozen exitvorm is, naast intrafamiliale overdracht en externe verkoop, verdient deze toename aandacht omdat ze een negatieve impact kan hebben op de economische welvaart.

Volgens de traditionele economische literatuur vormen verslechterde financiële prestaties een belangrijke drijfveer voor bedrijfsbeëindiging. In familiebedrijven kunnen echter ook niet-financiële drijfveren, samengevat onder het begrip *socio-emotional wealth* (SEW), zwaar doorwegen in strategische beslissingen. De emotionele en familiale factoren kunnen het behoud van eigendom en familiewaarden vooropstellen, zelfs bij aanhoudende verliezen. Toch kan langdurige financiële druk (*financial distress*) deze SEW-motieven ondermijnen.

Volgens Koladkiewicz et al. (2023) ontbreekt kwantitatief onderzoek dat objectieve prestatiecijfers uit jaarrekeningen rechtstreeks koppelt aan exitbeslissingen. Deze masterproef vult die leemte door te onderzoeken in welke mate afnemende financiële prestaties samenhangen met liquidatie-intentie bij Vlaamse familiebedrijven (H1). Aanvullend wordt het modererend effect van twee belangrijke governancefactoren, namelijk externe bestuursleden (H2) en generatie in controle (H3) binnen familiebedrijven op deze hoofdrelatie onderzocht. Dit leidt ons tot de volgende onderzoeksvraag: "*In welke mate worden liquidatie-intenties bij Vlaamse familiebedrijven beïnvloed door afnemende financiële prestaties, en verandert deze relatie bij eerste generatie familiebedrijven of bij familiebedrijven met externe onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur?*"

Methodologie

Voor dit kwantitatief onderzoek werd gebruikgemaakt van gegevens uit de studie "*Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen*". De initiële steekproef omvatte 454 familiebedrijven, waarvan 48 een liquidatie-intentie aangaven. Deze groep vormde het uitgangspunt voor de analyse van hypothese 1. Na filtering voor hypothese 2 en 3 daalde de steekproef naar respectievelijk 200 en 380 bedrijven, met 20 en 43 gerapporteerde liquidatie-intenties.

De aanwezigheid van externe bestuursleden kon enkel worden vastgesteld voor bedrijven die volledige informatie omtrent hun raad van bestuur hadden. De generatievariabele werd enkel opgenomen voor

bedrijven waarvan de eerste generatie in controle was van zowel het eigendom als het leiderschap. Ook ontbrekende waarden speelden een rol in de daling van de steekproef voor beide hypothesen.

De analyses werden uitgevoerd met logistische regressiemodellen in SPSS. Vier modellen werden stapsgewijs opgebouwd, waarbij de hoofdpredictor en modererende variabelen werden toegevoegd. Daarnaast volgden aanvullende subgroepanalyses en een robuustheidsanalyse.

Bevindingen & resultaten

Voor hypothese 1 werd een significante negatieve relatie gevonden tussen bedrijfsprestaties (verschil in Return on Assets tussen 2021 en 2022) en liquidatie-intentie. Met andere woorden: een dalende ROA verhoogt de liquidatie-intentie en ondersteunt hiermee de traditionele literatuur waarin dalende financiële prestaties een hoofddeterminant vormen van bedrijfsbeëindiging.

In de subgroepanalyse werd de steekproef opgesplitst in bedrijven met lage en hoge ROA (op basis van de mediaan). Binnen beide groepen werd dezelfde negatieve richting van het verband gevonden, maar zonder statistische significantie. Dit suggereert dat het hoofdeffect vooral zichtbaar is in de gecombineerde steekproef.

Voor hypothese 2 werd onderzocht of externe bestuursleden de relatie tussen afnemende financiële prestaties en liquidatie-intentie versterken. Meer concreet werd verwacht dat externe bestuursleden door hun objectiviteit en adviesverlening, de situatie van het aanhouden van een irrationeel verlieslatende strategie van familie-eigenaars zouden doorbreken. Hoewel de interactieterm in de verwachte negatieve richting wees, werd geen statistische significantie gevonden. Ook de subgroepanalyses (bedrijven met en zonder externe bestuursleden) leverden geen significante effecten op. Opvallend, bij deze analyse bleek ook het hoofdverband niet meer significant te zijn. Mogelijk speelt de kleinere steekproef (200 bedrijven, 20 liquidatie-intenties) hierbij een rol. Kortom, hypothese 2 wordt statistisch niet ondersteund.

Hypothese 3 testte of eerste generatie familiebedrijven minder geneigd zijn tot liquidatie bij dalende prestaties. Specifieker werd verwacht dat de liquidatie-intentie bij eerste generatie familie-eigenaars, door de gehechtheid aan hun bedrijf, zou afnemen in een situatie van dalende financiële bedrijfsprestaties. Hoewel de interactieterm wederom in de verwachte positieve richting wees, werd opnieuw geen statistische significantie gevonden. Bij deze analyse bleek het verband van hypothese 1 wel significant. Ook de subgroepanalyses (met en zonder eerste generatie in controle) lieten geen significante effecten zien, mogelijk door beperkte steekproefgrootte (380 bedrijven, 43 liquidatie-intenties). Ook hypothese 3 kan hierbij niet bevestigd worden.

Op basis van bovenstaande resultaten werd aanvullend een robuustheidsanalyse uitgevoerd om te toetsen in hoeverre de bevindingen stabiel en betrouwbaar blijven bij wijzigingen in het modelopzet of de variabelenselectie. Hiervoor is gebruikgemaakt van de oorspronkelijke, niet-winsoriseerde data, terwijl winsorisering eerder was toegepast om de scheve verdelingen van de variabelen te corrigeren.

De analyses werden met de ruwe data volledig herhaald, maar leverden geen statistisch significant effect op voor zowel de hoofdanalyse (H1) als de moderatie-effecten (H2 & H3). Wel kwamen de betacoëfficiënten overeen met de verwachte richtingen. Dit betekent dat afnemende financiële prestaties (2021 – 2022) nog steeds samenhangen met een hogere liquidatie-intentie, maar dat deze relatie met voorzichtigheid moet worden geïnterpreteerd. Opvallend blijft bovendien de kwetsbaarheid van familiale micro-ondernemingen (<10 werknemers), die in dit onderzoek vrijwel alle gevallen van liquidatie-intentie vertegenwoordigden. Hierdoor toonden ze als controlevariabelen voortdurend bij elke analyse een significant verband met de liquidatie-intentie.

Bijdrage & kritische beschouwingen

Dit onderzoek levert een bijdrage aan de literatuur door objectieve financiële prestatiecijfers, afgeleid uit jaarrekeningen, direct te koppelen aan liquidatie-intentie van Vlaamse familiebedrijven. Daarnaast wordt de modererende rol onderzocht van twee governancefactoren die in eerdere studies als invloedrijk zijn aangemerkt: externe bestuursleden en generatie in controle. Desondanks is er nauwelijks onderzoek naar hoe deze governancefactoren de besluitvorming beïnvloeden in tijden van *financial distress*. Ondanks het ontbreken van significante modererende effecten, biedt deze studie een basis voor vervolgonderzoek in situaties van financiële druk.

De praktische implicaties zijn eveneens relevant. De vaststelling dat dalende prestaties samenhangen met een hogere liquidatie-intentie benadrukt het belang van tijdige prestatie-monitoring, vooral in periodes van bedrijfsoverdracht. Beleidsmakers kunnen hierop inspelen door waarschuwingssystemen op te zetten op basis van jaarrekeninggegevens en gerichte adviesverlening te bieden aan bedrijven met dalende prestaties. Vroegtijdige signalering kan voorkomen dat bedrijven volledig verdwijnen, wat verlies van werkgelegenheid tegengaat. In dit onderzoek vertegenwoordigen de 48 familiebedrijven met liquidatie-intentie samen 242 werknemers, waarvan 234 tewerkgesteld bij micro-ondernemingen. Een grootschalige liquidatie die zich doorzet naar meerdere bedrijven zou aanzienlijke economische schade veroorzaken, wat de urgentie voor dergelijke maatregelen onderstreept.

Zoals elk onderzoek kent ook deze studie beperkingen. Financiële prestaties zijn uitsluitend gemeten via ROA over één jaar (2022 – 2021), wat slechts een momentopname biedt van de financiële gezondheid. Andere veelgebruikte indicatoren zoals nettowinstmarge of omzetgroei, konden niet worden meegenomen door het grote aandeel micro-ondernemingen met verkorte jaarrekeningen. Bovendien is het aantal bedrijven met liquidatie-intentie beperkt, wat de statistische kracht kan verzwakken en mogelijk bijdroeg aan de vastgestelde niet-significante moderatie-effecten. Ten slotte zijn de resultaten geografisch beperkt tot Vlaamse familiebedrijven.

Toekomstig onderzoek kan bovenstaande tekortkomingen opvangen door financiële prestaties over langere periodes te volgen, gebruik te maken van grotere en meer diverse steekproeven, en te kijken naar het verschil tussen intentie en feitelijke liquidatie via longitudinale studies. Internationaal vergelijkend onderzoek kan bovendien inzicht bieden in de mate waarin deze bevindingen gelden in andere landen.

Inhoudstabel

1.	Inleiding	8
2.	Literatuurstudie: theoretisch kader	11
2.1.	Exitstrategieën	11
2.2.	Exitstrategie: Liquidatie exit	11
2.1	Strategische oriëntaties van familiebedrijven in exitcontext.....	13
3.	Hypothesevorming	15
3.1.	Financiële bedrijfsprestaties	15
3.2.	Onafhankelijke bestuurders in RvB.....	16
3.3.	Generatie in controle	17
4.	Conceptueel model	19
5.	Methodologie	20
5.1.	Dataset	20
5.2.	Variabelen	20
5.2.1.	Afhankelijke variabele: Liquidatie-intentie	20
5.2.2.	Onafhankelijke variabele: Return on Assets	21
5.2.3.	Modererende variabelen.....	22
5.2.4.	Controlevariabelen.....	22
6.	Descriptieve analyse	25
6.1.	Return-On-Asset (ROA).....	25
6.2.	Liquidatie-intentie.....	26
6.3.	Externe onafhankelijke bestuurders	26
6.4.	Eerste generatie in controle	26
6.5.	Micro-ondernemingen.....	26
6.6.	Schuldgraad.....	26
7.	Correlatieanalyse	28
8.	Empirische analyse: resultaten	30
8.1.	Regressiemodel	30
8.1.1.	Modelopbouw.....	30
8.1.2.	Model 1: Algemeen regressiemodel.....	31

8.1.3.	Model 2: Hypothese 1	32
8.1.4.	Model 2A: Hypothese 1.....	33
8.1.5.	Model 3: Hypothese 2	34
8.1.6.	Model 3A: Hypothese 2.....	35
8.1.7.	Model 3B: Hypothese 3.....	36
8.1.8.	Model 3A: Hypothese 3.....	37
8.2.	Robuustheidsanalyse	38
9.	Discussie	39
9.1	Bevindingen & theoretische contributies.....	39
9.2	Praktische implicaties	40
9.3	Beperkingen & toekomstig onderzoek.....	41
9.4	Conclusie	42
10.	Literatuurlijst	43

Lijst met figuren

Figuur 1: Conceptueel model

Lijst met tabellen

Tabel 1: Variabelen

Tabel 2: Beschrijvende statistieken

Tabel 3: Aanvullende beschrijvende statistieken

Tabel 4: Pearson-correlatiematrix

Tabel 5: VIF-waarden

Tabel 6: Regressiemodellen

Tabel 7: EPV-waarden per model

Tabel 8: Output regressieanalyse – Algemeen model

Tabel 9: Output regressieanalyse – Hypothese 1

Tabel 10: Output subgroepanalyse – Hypothese 1

Tabel 11: Output regressieanalyse – Hypothese 2

Tabel 12: Output subgroepanalyse – Hypothese 2

Tabel 13: Output regressieanalyse – Hypothese 3

Tabel 14: Output subgroepanalyse – Hypothese 3

Tabel 15: Output robuustheidsanalyse

1. Inleiding

Familiebedrijven vormen essentiële pijlers van de wereldeconomie. Ze dragen voor 55% bij aan het Bruto Nationaal Product (BNP) (Ceysens, 2008), zorgen voor substantiële werkgelegenheid en zijn een belangrijke troef bij economisch herstel (Botero et al., 2015). Volgens de Universiteit van Vlaanderen heeft ongeveer 80% van de bedrijven in België het label "familiebedrijf".

Een cruciale uitdaging voor familiebedrijven is het opvolgingsproces, een exitstrategie waarbij eigendom en leiding worden overgedragen aan de volgende generatie. Volgens Bjuggre en Sund (2002) is intrafamiliale opvolging een streefdoel. Echter, empirisch onderzoek toont aan dat deze intrafamiliale opvolging vaak mislukt (Davis & Harveston, 1998). Slechts 30% bereikt de tweede generatie, en amper 10% de derde (Ward, 2016). Traditioneel focust onderzoek op opvolging binnen de familie, terwijl de haalbaarheid ervan vaak onderbelicht blijft (DeTienne & Chirico, 2013). Zo is er in sommige gevallen geen geschikte opvolger aanwezig (Scholes et al., 2008). Naast intrafamiliale opvolging bestaan er ook andere manieren waarop eigenaars hun bedrijf kunnen overdragen en zo een uitstap, een zogenaamde exit, kunnen realiseren.

Exitstrategieën zijn een cruciaal onderdeel van strategisch management en ondernemerschap (DeTienne, 2010; DeTienne & Chirico, 2013). Een bedrijfsexit, "de manier waarop ondernemers hun bedrijf willen verlaten", is een complex fenomeen met uiteenlopende oorzaken en gevolgen (Cefis et al., 2022) en heeft een grote impact op het bedrijf, de familie, de sector en de gehele economie (DeTienne & Chirico, 2013). Drie dominante hoofdvormen worden onderscheiden: intrafamiliale opvolging, externe verkoop en liquidatie (Cefis et al., 2022).

Uit de studies *Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen* (2015, 2019 & 2023) blijkt dat steeds meer eigenaars ouder dan 55 jaar overwegen te liquideren in plaats van over te dragen of te verkopen. Het verwachte aantal liquidaties steeg van 8,9% in 2015 naar 11,6% in 2019 (Ine Umans et al., 2019). Omdat liquidatie kan leiden tot werkloosheid en welvaartsverlies (Bernstein et al., 2019), verdient deze trend nader onderzoek.

Deze masterproef richt zich op liquidatie-intentie, niet op de feitelijke uitvoering. De enquêtevragen meten verwachtingen, geen concrete handelingen. Onderzoek naar intentie is relevant omdat volgens de *Theory of Planned Behavior* (Ajzen, 1991) gedrag grotendeels wordt voorspeld door intentie, beïnvloed door attitude, sociale norm en ervaren controle.

In de klassieke economische literatuur gelden financiële bedrijfsprestaties als kernbepaler om een bedrijf te beëindigen. Structureel onderpresterende bedrijven verdwijnen uiteindelijk van de markt (Alchian, 1950; Friedman, 1953). In familiebedrijven is deze relatie echter complexer. In zulke bedrijven speelt de aanwezigheid van *socio-emotional wealth* (SEW), ook wel niet-financiële welvaart zoals familie-identiteit en relaties, een belangrijke rol. Volgens de *drempeltheorie* van Gimeno et al. (1997) verlagen hoge niveaus van SEW de prestatiedrempel, hetgeen de liquidatiekans doet afnemen (De Vries, 1993; DeTienne & Chirico, 2013; Jaffe & Lane, 2004; Lansberg, 1988; Miller et al., 2003).

Bijkomend blijkt uit de resultaten van *Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen* (2015, 2019 & 2023) dat veel ondernemingen met liquidatie-intentie kampen met dalende rentabiliteit (Ine Umans et al., 2019). Ook bijkomend onderzoek benadrukte dat situaties van aanhoudend afnemende bedrijfsprestaties, ook wel *financial distress* genoemd, de belangstelling van familiebedrijven om SEW te handhaven ondermijnen (Berrone et al., 2010) en een aanzienlijke invloed hebben op exitbeslissingen (Brauer, 2006).

Toch is er een duidelijke leemte in de literatuur: kwantitatieve onderzoeken die specifieke prestatiecijfers, zoals winstmarge en omzetgroei, afkomstig van jaarrekeningen, linken aan exitbeslissingen zijn schaars. Koladkiewicz et al. (2023) benadrukken de noodzaak van dergelijk onderzoek. Deze masterproef speelt daarop in door de relatie tussen financiële prestaties en liquidatie-intenties bij Vlaamse familiebedrijven te onderzoeken.

Tegelijkertijd is het belangrijk te erkennen dat financiële prestaties nooit losstaan van hun context. Zo kunnen diverse governancefactoren een invloed hebben op hoe deze resultaten worden beoordeeld en omgezet in strategische beslissingen, zoals exitbeslissingen. Binnen de Raad van Bestuur (RvB), het belangrijkste orgaan dat zich bezighoudt met de strategische koers van het bedrijf, zetelen grotendeels familieleden die niet volledig objectief zijn (Lambrecht & Lievens, 2008), hetgeen kan leiden tot irrationele strategische vasthoudendheid (*commitment escalation*).

Verdere studies suggereren dat externe onafhankelijke bestuursleden (EOB's) binnen de RvB, dankzij hun objectieve blik en professionele expertise, die irrationele strategische vasthoudendheid kunnen doorbreken (Sleesman et al., 2018; Woods et al., 2012) en mogelijk sneller geneigd zijn tot ingrijpen bij aanhoudend tegenvallende resultaten. Gezien de toename van onafhankelijke bestuurders in genoteerde vennootschappen, rijst de vraag of hun objectievere standpunten en adviserende rol bij tegenvallende financiële prestaties de liquidatie-intentie van eigenaars kunnen beïnvloeden (Heynen, 2023).

Naast externe invloed via de RvB kan ook de generatie die de controle uitoefent een belangrijke rol spelen in de manier waarop exitbeslissingen worden genomen. Familiebedrijven worden vaak gekenmerkt door een transgenerationele visie, waarbij men streeft naar de overdracht van eigendom en leiderschap over meerdere generaties (Suess-Reyes, 2017). Hoewel er veel onderzoek is gedaan naar de relatie tussen wie aan het roer staat en het ondernemend gedrag, is er in de literatuur nauwelijks aandacht besteed aan het verband tussen generaties en exitstrategieën (DeTienne & Chirico, 2013).

Nochtans wijzen verschillende studies erop dat de betrokkenheid van latere generaties een belangrijke rol speelt in het ondernemend gedrag, financiële prestaties en strategische richting binnen familiebedrijven (Casillas et al., 2010; Cruz & Nordqvist, 2007; Kellermanns & Eddleston, 2006; Kellermanns et al., 2008). Zo hebben eerste generatie bedrijfsleiders, ook wel oprichters genoemd, vaak een sterke emotionele band met het bedrijf. Hierdoor zijn ze bereid financiële offers te brengen om de continuïteit te garanderen (DeTienne & Chirico, 2013). Anderzijds zullen latere generatie bedrijfsleiders, in tegenstelling tot de oprichters, zorgen voor de verdere professionalisering van het bedrijf waarbij niet-familieleden in managementfuncties worden betrokken (Casillas et al., 2010; Salvato, 2004). Ook zullen

ze meer belang hechten aan de financiële prestaties van het bedrijf, hetgeen leidt tot een verwatering van de familie-identiteit en SEW (Chirico & Kellermanns, 2024).

Bovenstaande impliceert dat de generatie die de controle uitoefent over eigendom en management, door verschillen in visie, een belangrijke rol speelt in welke exitstrategie uiteindelijk gehanteerd wordt. Het blijft echter onduidelijk in welke mate de generatie van de bedrijfsleider aan het roer de strategische besluitvorming omtrent een exit beïnvloedt wanneer er sprake is van ondermaatse financiële prestaties.

Op basis van bovenstaande geïdentificeerde leemtes in de literatuur beoogt deze masterproef te onderzoeken in hoeverre financiële bedrijfsprestaties van Vlaamse familiebedrijven invloed uitoefenen op de vrijwillige liquidatie-intentie van de bedrijfseigenaar. Bijkomend wordt onderzocht in welke mate twee modererende factoren, namelijk de aanwezigheid van EOB's binnen de RvB en de generatie die momenteel de controle uitoefent over het bedrijf, deze relatie beïnvloeden.

Kortom, de centrale onderzoeksvraag luidt: *"In welke mate worden liquidatie-intenties bij Vlaamse familiebedrijven beïnvloed door afnemende financiële prestaties, en verandert deze relatie bij eerste generatie familiebedrijven of bij familiebedrijven met externe onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur?"*

De masterproef is als volgt opgebouwd: hoofdstuk twee bespreekt het theoretisch kader, gevolgd door een verdieping in liquidatie als exitvorm en de specifieke context in familiebedrijven. Daarna volgt de hypothesevorming van de hoofddeterminant en bijbehorende moderatoren in hoofdstuk drie, die worden weergegeven in het conceptueel kader van hoofdstuk vier. Hoofdstuk vijf behandelt de methodologie van het onderzoek. Voor de uitvoering van dit kwantitatieve onderzoek wordt gebruikgemaakt van het *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) om secundaire data te analyseren die afkomstig zijn van een studie naar bedrijfsoverdracht in Vlaanderen. Hoofdstuk zes en zeven vormen zowel een beschrijving als een korte analyse van de gebruikte variabelen. In hoofdstuk acht wordt overgegaan tot de kwantitatieve analyse, gevolgd door een discussie en conclusie met praktische implicaties, beperkingen en aanbevelingen voor vervolgonderzoek.

2. Literatuurstudie: theoretisch kader

2.1. Exitstrategieën

Ondernemers-exit, het proces waarbij eigenaren hun bedrijf verlaten, is een belangrijk onderdeel van de levenscyclus van een ondernemer (Battisti & Okamuro, 2010). Recente managementliteratuur erkent steeds vaker de noodzaak om niet alleen de oprichting van bedrijven te onderzoeken, maar ook hun uiteindelijke exit (Chirico et al., 2020). Omdat intrafamiliale overdracht vaak als traditioneel streefdoel van familiebedrijven werd gezien, werd een uitstap door middel van externe verkoop en liquidatie vaak geassocieerd met het falen van de ondernemer (Brüderl et al., 1992). Echter, hedendaags onderzoek erkent dat de beëindiging van ondernemerschap ook een succesvolle uitkomst kan zijn voor de ondernemer (Battisti & Okamuro, 2010; Cefis et al., 2022).

Zo kan bedrijfsbeëindiging in de vorm van externe verkoop of liquidatie een bewuste, strategische keuze zijn van ondernemers om een groot deel van hun activa terug te winnen en deze te herinvesteren in nieuwe, rendabele activiteiten. Dit wordt ook wel *entrepreneurial recycling* genoemd (DeTienne & Wennberg, 2013; Mason & Harrison, 2006; Salvato et al., 2010b). Exitstrategieën kunnen al in een vroeg stadium van de levenscyclus van een onderneming worden vastgesteld en kunnen toekomstige ontwikkelingen beïnvloeden (DeTienne & Wennberg, 2013). Bedrijfsexit kan worden beïnvloed door zowel persoonlijke kenmerken van de eigenaren, zoals leeftijd, emotionele uitputting of de ambitie om nieuwe zakelijke kansen te verkennen, als door eigenschappen van het bedrijf zelf, zoals de omvang en de sector waarin het actief is (Wennberg et al., 2010). Hierdoor wordt bedrijfsexit beschouwd als een multidimensionaal fenomeen (Cefis et al., 2022).

Het theoretische raamwerk dat door DeTienne et al. (2015) is ontwikkeld, onderscheidt drie specifieke exitstrategieën: (1) intrafamiliale opvolging, (2) externe verkoop en (3) liquidatie. Hierbij zijn determinanten van intrafamiliale opvolging zoals de invloed van governanceorganen, successieplanning, overdrager- en opvolger-gerelateerde factoren (leeftijd, bereidheid, competenties, gender), familiale factoren (cohesie, opvoeding), bedrijfsgerelateerde factoren (prestaties, cultuur, bedrijfsgrootte) en demografische factoren, reeds diepgaand onderzocht (Declercq; Dudek, 2016; Hidayati et al., 2019; III, 2020; Lockamy et al., 2016). Voor externe verkoop zijn de meeste academische papers gericht op determinanten zoals de bereidheid om te verkopen, de mate van werknemersoriëntatie en de reputatie van de familie rond het bedrijf (Kurta et al., 2022). Ook werd reeds onderzoek gevoerd naar waarderingskwesties en hoe investeerders het familiebedrijf beoordelen (Granata, 2010). Voor liquidatie daarentegen als exitstrategie is er momenteel binnen de literatuur een gebrek aan academisch onderzoek (Battisti & Okamuro, 2010). Daarom zal deze masterproef zich richten op de liquidatie als exitstrategie, die in de volgende paragraaf uitgebreid wordt toegelicht.

2.2. Exitstrategie: Liquidatie exit

Opvallend zijn de resultaten van de studies *Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen*, waaruit blijkt dat de intentie van bedrijfsleiders om hun familiebedrijf te liquideren toeneemt. Zo steeg het aantal verwachte

liquidaties van 8,6% in 2015 naar 11,9% in 2019 (Ine Umans et al., 2019). Hoewel liquidatie nog steeds duidelijk de minst gekozen exitstrategie is, verdient de verwachte stijging nader onderzoek.

De beslissing om een bedrijf te ontbinden is één van de meest ingrijpende, onomkeerbare en strategische beslissingen die een bedrijfsleider kan nemen (DeTienne, 2010). Liquidatie, ook wel de *cessation strategy* genoemd, verwijst naar het ontbinden van een onderneming (Chirico et al., 2020; DeTienne, 2010). Hierbij worden alle bedrijfsactiva verkocht, eventuele schuldeisers afbetaald en de resterende gelden verdeeld onder de aandeelhouders (Balcaen et al., 2012a, 2012b; Ghosh et al., 1991; Kim & Schatzberg, 1987; Sullivan et al., 1997). Liquidatie wordt in sommige omstandigheden gezien als een manier om de economische waarde van een falend bedrijf te optimaliseren, waarbij middelen efficiënt worden herverdeeld naar bedrijven die beter in staat zijn om deze middelen productief te gebruiken (Balcaen et al., 2012b; Chen et al., 1995).

Bedrijven kunnen worden ontbonden door middel van een vrijwillige of gedwongen liquidatie (Battisti & Okamuro, 2010; Poutziouris, 2002). Dit onderscheid is van uiterst belang voor schuldeisers, aandeelhouders, kredietverstrekkers, werknemers, klanten, leveranciers, verbonden bedrijven, de overheid en de economie als geheel (Balcaen et al., 2012b).

Een vrijwillige liquidatie vindt plaats wanneer de waarde van de liquidatieopbrengsten hoger is dan de schulden van een bedrijf, waardoor alle schuldeisers meestal volledig kunnen worden terugbetaald (Chen et al., 1995; Kim & Schatzberg, 1987). De resterende gelden worden verdeeld over de aandeelhouders. Het betreft vaak een gecontroleerde vrijwillige beëindiging van een winstgevend bedrijf, soms ingegeven door persoonlijke overwegingen, zoals risicobereidheid, ondernemerszin, toekomstperspectieven en de leeftijd van de bedrijfsleider (Wennberg et al., 2010). Echter, vrijwillige liquidaties worden ook beïnvloed door slechtere financiële prestaties en afnemende groeimogelijkheden. Opvallend is het feit dat onderzoek heeft aangetoond dat aandeleninkoop en schuldaflossing voorafgaand aan liquidatie kunnen wijzen op een effectief geplande liquidatie (Ghosh et al., 1991). Verder worden vrijwillige liquidaties verkozen wanneer bedrijfsleiders verwachten dat activa per stuk meer waard zijn dan het bod van een overnemende partij (Ghosh et al., 1991).

Bij een gedwongen liquidatie daarentegen, ook wel faillissement genoemd, wordt het bedrijf effectief failliet verklaard meestal als gevolg van aanhoudende insolventie of liquiditeitsproblemen. De ontbindingsprocedure verloopt via de rechtbank, waardoor dit de minst efficiënte oplossing is (Balcaen et al., 2012b). Deze vorm gaat gepaard met hoge kosten, zoals juridische kosten en het salaris van een aangestelde curator, terwijl schuldeisers en aandeelhouders vaak niet volledig worden terugbetaald (Altman, 1984; Couwenberg & De Jong, 2008; Schary, 1991). Onderzoek heeft reeds aangetoond dat faillissementen vaker voorkomen bij bedrijven met een gebrek aan cash, hoge schulden en onafhankelijke bedrijven (Balcaen et al., 2012b).

Zoals eerder vermeld, richt deze masterproef zich op de invloed van één hoofddeterminant, aangevuld met twee moderators, op de intentie van bedrijfsleiders om hun familiebedrijf in de toekomst te liquideren. Deze relaties worden onderzocht aan de hand van drie hypotheses. Doordat in deze

masterproef de nadruk wordt gelegd op een intentie tot liquidatie, die overigens het gevolg is van een keuze van de bedrijfsleider, wordt gekozen om de analyse toe te spitsen op vrijwillige liquidaties. Zo worden exitintenties in de literatuur beschreven als geplande, intentionele en dus vrijwillige strategische keuzes in tegenstelling tot faillissementen, die eerder gezien worden als gevolg van externe omstandigheden zoals insolventie of juridische verplichtingen (DeTienne & Cardon, 2012). Kortom, bij het toetsen van de hypothesen, het verwerken van de resultaten en het trekken van de conclusies, zal de nadruk liggen op de effecten van deze determinanten op de vrijwillige liquidatie-intentie.

2.1 Strategische oriëntaties van familiebedrijven in exitcontext

Familiebedrijven vormen een belangrijke economische pijler in België. Zoals eerder vermeld, dragen ze op invloedrijke wijze bij aan het Bruto Nationaal Product (BNP) en de tewerkstelling. Ze onderscheiden zich doorgaans van niet-familiebedrijven doordat eigendom, leiding en strategische besluitvorming vaak geconcentreerd zijn binnen één familie (Kraiczy & Kraiczy, 2013). Die unieke structuur beïnvloedt hoe ze omgaan met strategische keuzes, waaronder exitbeslissingen.

Traditioneel streven familiebedrijven naar een intrafamiliale opvolging, omdat die de continuïteit van familietraditie en identiteit waarborgt (DeTienne & Chirico, 2013; Sharma et al., 2003; Ward, 2016). Desondanks toont empirisch onderzoek aan dat slechts 30% van de familiebedrijven de tweede generatie bereikt, en slechts 10% de derde (Ward, 2016). In de praktijk blijkt intrafamiliale opvolging dus vaak niet toepasbaar, waardoor familiale bedrijfsleiders opteren voor alternatieven, zoals een externe verkoop of liquidatie om het bedrijf te verlaten. De aanwezigheid van specifieke kenmerken binnen familiebedrijven maakt dat deze beslissingen vaak anders tot stand komen dan bij niet-familiale ondernemingen.

Een belangrijk onderscheidend kenmerk is de aanwezigheid van *socio-emotional wealth (SEW)*, ofwel de niet-financiële rijkdom die familie-eigenaars hechten aan hun onderneming. Deze waarde omvat onder andere familiale controle, emotionele verbondenheid en intrafamiliale opvolging. In de literatuur wordt SEW vaak samengevat via het FIBER-kader: *Family control and influence, Identification of family members with the firm, Binding social ties, Emotional attachment of family members and Renewal of family bonds to the firm through dynastic succession* (Berrone et al., 2012; Swab et al., 2020). Het streven naar behoud van SEW verklaart unieke gedragingen van familiebedrijven op het vlak van risicobereidheid, samenstelling van managementteams (Cruz et al., 2010; Gomez-Mejia et al., 2001), strategische besluitvorming, bedrijfswaardering (Zellweger et al., 2012) en exitstrategie (Minichilli et al., 2014).

In traditionele economische benaderingen vormen financiële prestaties de belangrijkste determinant van exit. Bedrijven die onvoldoende renderen, verlaten uiteindelijk de markt (Alchian, 1950; Friedman, 1953; Gimeno et al., 1997; Winter Jr, 1964). De drempeltheorie (*threshold theory*) nuanceert deze visie door te stellen dat ondernemers niet uitsluitend stoppen vanwege slechte prestaties (Cooper et al., 1992). In plaats daarvan wordt een prestatiedrempel gedefinieerd als "het niveau van prestaties waarbij de ondernemer besluit te stoppen" (Gimeno et al., 1997). Deze drempel wordt niet alleen beïnvloed door

financiële prestaties, maar ook door persoonlijke voorkeuren van de eigenaar, overstapkosten en alternatieve mogelijkheden (Cooper et al., 1992). Hierbij zullen aanhoudende prestaties die zich onder de drempel bevinden, uiteindelijk wel aanleiding geven tot een bedrijfsexit.

Latere studies hebben de drempeltheorie uitgebreid voor familiebedrijven, door aan te tonen dat SEW deze prestatiedrempel sterk kan beïnvloeden (DeTienne & Chirico, 2013). Zo verlaagt een hoog niveau van SEW deze prestatiedrempel, wat betekent dat eigenaars sneller geneigd zijn hun bedrijf voort te zetten, zelfs bij afnemende of ondermaatse prestaties. Dit vergroot op zijn beurt de kans op intrafamiliale opvolging (DeTienne & Chirico, 2013). Deze dynamiek komt tot uiting in *commitment escalation*, waarbij familieleden geneigd zijn vast te houden aan ineffectieve strategieën (Sleesman et al., 2018).

Omgekeerd zal een laag niveau aan SEW leiden tot hogere prestatiedrempels, waardoor bedrijfsleiders eerder geneigd zullen zijn te kiezen voor een externe verkoop of liquidatie bij het niet behalen van de opgestelde drempel (DeTienne & Chirico, 2013; Doughty, 2000; Salvato et al., 2010a). Een belangrijke nuance in het SEW-perspectief is dat niet-financiële motieven niet per definitie dominant blijven. Zo heeft alternatief onderzoek aangetoond dat *financial distress*, een situatie waarbij het bedrijf aanhoudende financiële problemen ervaart, de SEW-doelstellingen kan ondermijnen (Berrone et al., 2010; Muñoz-Bullón et al., 2024).

Kortom, ondanks de rol van SEW blijven financiële prestaties een centrale factor in het verklaren van exitbeslissingen (Brauer, 2006; DeTienne & Chirico, 2013). Zo blijkt ook uit de resultaten van *Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen* dat een aanzienlijk deel van de ondernemingen die verwachten te liquideren, momenteel kampen met een dalende rentabiliteit (Ine Umans et al., 2019). Recente literatuur benadrukt bovendien het belang van objectieve financiële maatstaven van bedrijven bij het verklaren van exitbeslissingen en roept op hier meer kwantitatief onderzoek naar uit te voeren (Kołodkiewicz et al., 2023). Gezien deze aanwijzingen vormt de relatie tussen financiële prestaties en liquidatie-intentie het vertrekpunt voor de eerste hypothese, waarin de klassieke economische logica van bedrijfsoverleving (*survival of the fittest*) centraal staat.

3. Hypothesevorming

3.1. Financiële bedrijfsprestaties

Bedrijfsprestaties, gemeten door objectieve financiële cijfers, zijn een cruciale factor in de beslissing tot liquidatie (Coucke et al., 2007). Vanuit de traditionele economische benadering fungeert de markt als een mechanisme van natuurlijke selectie, waarbij enkel winstgevende bedrijven overleven. (Alchian, 1950; Friedman, 1953). Langdurig slechte prestaties verhogen de kans op liquidatie binnen twee jaar (Altman, 1968; Casey et al., 1984; Chirico et al., 2020; Miller & Reuer, 1996). Recente studies bevestigen dat bedrijven met structureel lage of negatieve operationele winstgevendheid en beperkte herstel mogelijkheden een onzeker voorbestaan hebben (Balcaen et al., 2012b; Lemmon et al., 2009).

Niet alle liquidaties volgen uit slechte prestaties. De literatuur maakt onderscheid tussen *harvest exits* en *distress exits* (Wennberg et al., 2010). Een *harvest exit* betreft het beëindigen van een financieel gezond bedrijf om opgebouwde waarde te "oogsten". Bij een *distress exit* daarentegen kiest de ondernemer voor een liquidatie die het gevolg is van aanhoudend verslechterde bedrijfsprestaties (Balcaen et al., 2011). Daarnaast kan liquidatie ook plaatsvinden om niet-financiële redenen, zoals het benutten van gunstige marktkansen of persoonlijke motieven van de ondernemer (DeTienne et al., 2015; Symeonidou et al., 2022).

Dit onderscheid is ook relevant voor familiebedrijven, waar naast financiële prestaties ook emotionele en opvolgingsfactoren meespelen in de besluitvorming. Goede prestaties versterken het vertrouwen in continuïteit via intrafamiliale opvolging (De Massis et al., 2016). Bij aanhoudende financiële problemen kiezen familiebedrijven eerder voor liquidatie in plaats van externe verkoop (Chirico et al., 2020). Zo worden in de kmo-markt enkel bedrijven met sterke prestaties, aanzienlijke activa en een waarde tussen €250.000 en €3.000.000 als verkoopbaar beschouwd (Battisti & Okamuro, 2010; Martin et al., 2002). Negatieve winstcijfers bemoeilijken verkoop, terwijl het verlies van familietraditie en -identiteit bij verkoop (Akhter et al., 2016) of het doorgeven van een "vergiftigd geschenk" aan de volgende generatie (De Massis et al., 2016) liquidatie aantrekkelijker maken.

Verschillende financiële ratio's, zoals cashflow, winstgevendheid en schuldgraad bieden voorspellingskracht voor liquidaties tot vijf jaar vooraf (Beaver, 1966). Een hoge kasreserve verlaagt de kans op liquidatie, terwijl een hoge schuldgraad deze vergroot (Balcaen et al., 2012b). Historische winstcijfers blijven een belangrijke voorspeller voor het al dan niet overleven van een onderneming (Brauer, 2006; Chang, 1996; Chirico et al., 2020; Coucke et al., 2007; Sullivan et al., 1997).

Gezien bovenstaande inzichten is het aannemelijk dat verslechterde financiële prestaties in familiebedrijven leiden tot een hogere intentie tot liquidatie, mede omdat verkoopopties beperkt zijn en emotionele overwegingen een verkoop of doorgave van het bedrijf kunnen ontmoedigen. Hieruit volgt de eerste hypothese:

Hypothese 1: *Naarmate de financiële bedrijfsprestaties van familiebedrijven verslechteren, stijgt de intentie van de bedrijfsleider om tot een vrijwillige liquidatie over te gaan.*

3.2. Onafhankelijke bestuurders in RvB

De Raad van Bestuur (RvB) vormt het hoogste bestuursorgaan van een onderneming en wordt vaak gezien als een kerncomponent van *corporate governance* (Madhani, 2017). De RvB houdt zich bezig met het dagelijkse bestuur van het bedrijf, waarin cruciale beslissingen over de strategische koers van het bedrijf worden genomen (Molz, 1985). In tegenstelling tot vroeger is de RvB veel belangrijker geworden, waardoor zij steeds meer aandacht krijgt van academici (Gabrielsson & Huse, 2005; Monks & Minow, 2011). Idealiter zetelen in de RvB bestuursleden met expertise in advisering en conflictbeheer (Chrisman et al., 2013; Le Breton-Miller & Miller, 2013).

In familiebedrijven wordt deze besluitvorming echter vaak bemoeilijkt door psychologische factoren zoals *commitment escalation*, een situatie waarbij familiale bestuursleden vasthouden aan een verlieslatende strategie (Chirico et al., 2018; Palm et al., 2024; Pongelli et al., 2019). Onderzoek heeft reeds aangetoond dat *commitment escalation* in grotere mate voorkomt in bedrijven met een slechte governance en een gebrek aan onafhankelijk toezicht (Chirico et al., 2018). Ook werd reeds aangehaald dat familieleden sterk gericht zijn op het behouden van SEW, hetgeen hen namelijk vatbaarder maakt voor *commitment escalation* (Degmayr, 2024). Hierdoor kan er een spanningsveld ontstaan tussen de emotionele binding van familieleden en de zakelijke noodzaak om ingrijpende beslissingen te nemen.

Als voorbeeld kan verwezen worden naar de situatie waarin familiale bestuursleden, ondanks verslechterde financiële prestaties, toch geneigd zijn om het familiebedrijf voort te zetten louter uit het belang dat zij hechten aan hun SEW. Daardoor neemt de intentie tot vrijwillige liquidatie bij bedrijfsleiders af. Deze situatie druist in tegen de klassieke economische benadering, die aangeeft dat bedrijven met aanhoudend slechte financiële prestaties de markt moeten verlaten (Alchian, 1950; Friedman, 1953).

Volgens de *Resource-Based View (RBV)* kan de diversiteit binnen de RvB een competitief voordeel opleveren (Nguyen et al., 2023). Hierbij kan de aanwezigheid van externe onafhankelijke bestuursleden, bestuurders die geen banden hebben met het bedrijf, binnen de RvB een waardevolle bijdrage leveren aan de besluitvorming. Zo zijn externe onafhankelijke bestuursleden cruciaal door de expertise en strategische kennis die ze aan de CEO kunnen overbrengen (Gabrielsson & Huse, 2005; Platt & Platt, 2012). Bijkomend kunnen zij vanuit een objectief perspectief fungeren en versterken ze het besluitvormingsproces (Hillman & Dalziel, 2003; Woods et al., 2012). Bijkomend toonde de Belgische studie *Corporate Governance Code 2020* duidelijk aan dat het aantal onafhankelijke bestuurders in raden van bestuur van genoteerde vennootschappen is toegenomen (Heynen, 2023).

Volgens een enquête van de *National Association of Corporate Directors* zijn bedrijfsprestaties het belangrijkste onderwerp voor de RvB (Biggs, 2004). In geval van aanhoudende slechte financiële bedrijfsprestaties wordt verwacht dat externe onafhankelijke bestuursleden sneller geneigd zijn om in te grijpen in tegenstelling tot familiale bestuursleden. Hierbij is het voornamelijk hun objectiviteit, expertise en ervaring, die werken als overtuigingskracht voor familieleden om een andere aanpak te hanteren. Zo zijn ze doorgaans minder emotioneel betrokken bij het bedrijf en hebben ze geen reputaties te

beschermen binnen de familiecontext. Ook beperken ze het opportunistisch gedrag dat mogelijks kan voorvallen bij familieleden. Verder verhoogt hun onafhankelijkheid het vertrouwen bij externe stakeholders, hetgeen interne partijen kan aanzetten om sneller strategische koerswijzigingen te overwegen (Hillman et al., 2000).

Echter, huidige studies hebben onvoldoende aangetoond in hoeverre EOB's daadwerkelijk de strategische besluitvorming rond exitbeslissingen kunnen beïnvloeden. De huidige literatuur roept daarbij ook op tot een meer gerichte theoretische benadering, waarbij gekeken wordt naar de uiteindelijke contributie van EOB's (Gabrielsson & Huse, 2005). Het is bij exit belangrijk om te vermelden dat de uiteindelijke beslissingen met betrekking tot de exitstrategie worden genomen door de bedrijfsleider, ook wel de *Chief Executive Officer* (CEO) genoemd (DeTienne & Chirico, 2013).

Kortom, doordat onafhankelijke bestuurders minder vatbaar zijn voor *commitment escalation* wordt verwacht dat ze, in tegenstelling tot familiale bestuursleden, eerder geneigd zijn om de liquidatie-intentie bij eigenaren te stimuleren in geval van aanhoudende slechte financiële prestaties. Hieruit volgt onderstaande hypothese:

Hypothese 2: *De aanwezigheid van externe onafhankelijke bestuurders versterkt de negatieve relatie tussen financiële bedrijfsprestaties en vrijwillige liquidatie-intentie binnen familiebedrijven: naarmate bedrijfsprestaties afnemen, neemt de liquidatie-intentie sterker toe in aanwezigheid van deze bestuurders.*

3.3. Generatie in controle

Generatie aan de macht verwijst naar de groep die het grootste deel van het aandelenkapitaal bezit en daardoor fungeert als bedrijfsleider (Ling & Kellermanns, 2010). Controle over een familiebedrijf impliceert zowel eigendom als leiderschap (management) (Birdthistle & Hales, 2023). Eigendom verwijst naar het juridische bezit van het bedrijf, doorgaans via aandelen. Leiderschap houdt in dat men bevoegd is om de dagelijkse aansturing en strategische koers van het bedrijf te bepalen (Hindley, 1970). Veel familiebedrijven vermijden een scheiding tussen eigendom en leiderschap door te kiezen voor een intrafamiliale overdracht (Santarelli & Lotti, 2005).

Onderzoek wijst uit dat verschillende generaties uiteenlopende waarden en doelen nastreven (Casillas et al., 2010; Cruz & Nordqvist, 2012; Gómez-Mejía et al., 2007; Salvato et al., 2010a). Daarnaast brengen ze diverse kennis, ervaring en professionalisering mee naar het management (Chirico et al., 2011). De generatie die het familiebedrijf bestuurt, heeft een directe invloed op de strategische beslissingen, meer bepaald de prestatiedrempels, en de mate van SEW (DeTienne & Chirico, 2013; Moreno-Gené & Gallizo, 2021). Naarmate de controle binnen het familiebedrijf van generatie op generatie overgaat, ontstaat er een zogenaamde *generational drift*. In zo'n situatie neemt het belang van SEW en de betrokkenheid bij de familiale bedrijfsleider af en krijgen financiële belangen de bovenhand (Corbetta & Salvato, 2012; Stewart & Hitt, 2012). Vervolgens beïnvloedt de *generational drift* de exitbeslissingen die familiale eigenaren hanteren (DeTienne & Chirico, 2013).

In tegenstelling tot latere generaties, zal de eerste generatie oprichters een sterkere emotionele band met het bedrijf hebben. Het bedrijf wordt hierbij gezien als het 'levenswerk' en het verlengstuk van de oprichter (Tagiuri & Davis, 1996). De emotionele verbondenheid, het behoud van familiale controle en autonomie zijn cruciale factoren voor deze groep oprichters (Tagiuri & Davis, 1996). Als gevolg daarvan zijn oprichters bereid om financiële offers te doen om het voortbestaan van het bedrijf te waarborgen. Logischerwijze zullen ze dus de voorkeur geven aan een intrafamiliale opvolging om de continuïteit van het familiebedrijf te waarborgen (DeTienne & Chirico, 2013).

De tweede generatie, meestal de kinderen van de oprichter(s), behoudt tot op een zeker niveau die sterke emotionele band met het bedrijf. Tradities en de familienaam blijven van groot belang binnen deze generatie. Desondanks spelen financiële overwegingen en concurrentie wel steeds een grotere rol. Hierbij blijft intrafamiliale opvolging het meest wenselijke, maar is een financiële exit in de vorm van liquidatie of externe verkoop niet volledig uitgesloten.

Vanaf de derde generatie geraakt het familiebedrijf verder verwijderd van de oprichters en verandert het in een meer zakelijke entiteit, gestuurd door professionele managementpraktijken, externe investeringsbronnen en formele controlemechanismen (Cruz & Nordqvist, 2012). Hierdoor nemen financiële belangen aanzienlijk toe en wordt er minder tolerantie getoond voor ondermaatse financiële prestaties (DeTienne & Chirico, 2013; Gómez-Mejía et al., 2007). Zaken zoals emoties en familiale tradities die vervat zitten in SEW maken dan steeds vaker plaats voor rationelere exitbeslissingen gebaseerd op financiële motieven.

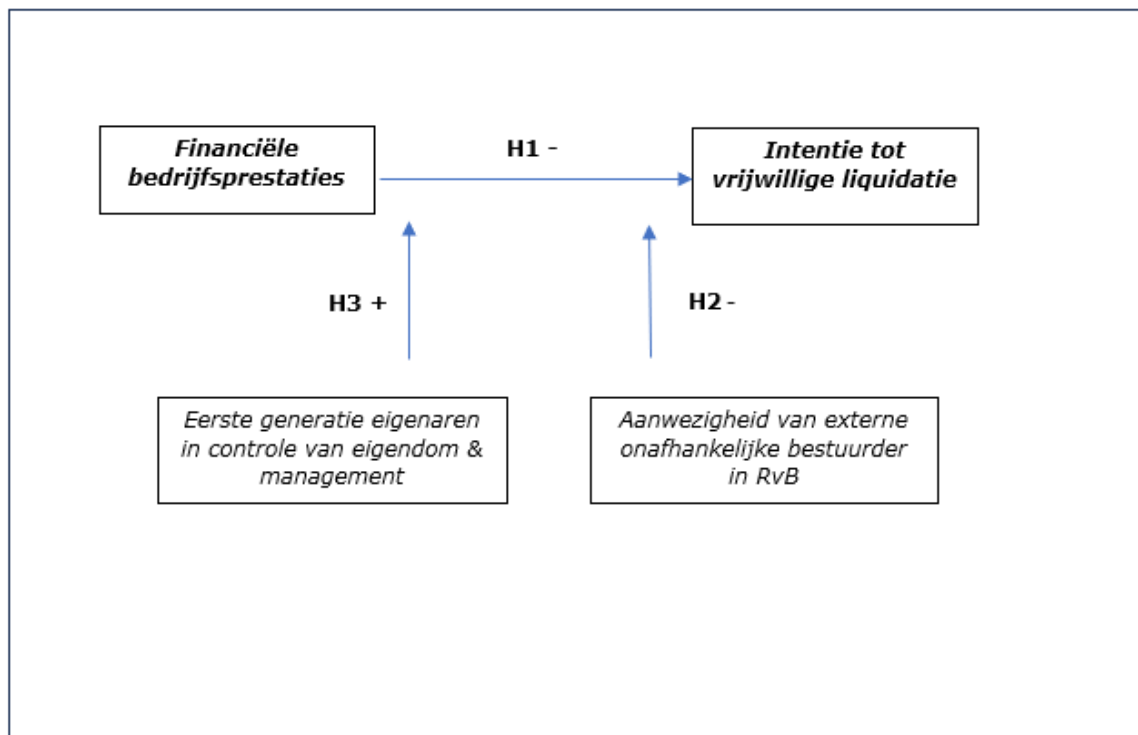
Meer specifiek vindt bovenstaande verschuiving plaats doordat latere generaties het bedrijf niet zelf hebben opgebouwd, waardoor de emotionele binding afneemt (Corbetta & Salvato, 2012). Bovendien leidt een spreiding van eigendom tot meer familieleden met diverse belangen, die vaak verder reiken dan louter traditie en voortzetting van het familiebedrijf (Gómez-Mejía et al., 2007). Ook de mogelijke instroom van extern management en opgezette formele controlestructuren zorgen voor een verschuiving van focus naar financiële belangen, zoals efficiëntie en winstgevendheid (Cruz & Nordqvist, 2012). Het is dan ook niet gek dat latere generaties eerder zullen opteren voor een liquidatie of externe verkoop bij ondermaatse financiële prestaties (Davis et al., 1997; DeTienne & Chirico, 2013; Gomez-Mejia et al., 2011; Gómez-Mejía et al., 2007).

Op basis van bovenstaande theorie en resultaten uit het onderzoek "*Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen*" (2019), waaruit blijkt dat 58,4% van de respondenten tot de categorie 'eerste generatie in bezit van eigendom' behoort, wordt verwacht dat deze eerste generatie oprichters minder snel geneigd zal zijn tot een vrijwillige liquidatie bij slechte financiële prestaties.

Hypothese 3: *De aanwezigheid van de eerste generatie oprichter, die zowel het eigendom als het management in handen heeft, verzwakt de negatieve relatie tussen financiële bedrijfsprestaties en vrijwillige liquidatie-intentie binnen familiebedrijven: bij afnemende bedrijfsprestaties daalt de liquidatie-intentie wanneer de oprichter nog aan het roer staat.*

4. Conceptueel model

De onderstaande figuur toont het conceptuele model van deze masterproef, waarin de samenhang tussen de verschillende hypotheses wordt weergegeven.



Figuur 1: Conceptueel model

5. Methodologie

In deze sectie wordt besproken hoe, binnen het kwantitatief onderzoek, de hierboven behandelde hypothesen empirisch worden getoetst. Allereerst wordt toegelicht hoe de dataset tot stand is gekomen. Vervolgens worden de variabelen voorgesteld, evenals de wijze waarop deze in het onderzoek zijn gemeten.

5.1. Dataset

Dit empirisch onderzoek is gebaseerd op een dataset die werd verkregen via het *Research Center for Entrepreneurship and Family Firms* (RCEF). Deze dataset is tot stand gekomen in samenwerking met de Antwerp Management School (AMS) en de Universiteit Antwerpen, in het kader van een studie uitgevoerd voor het Vlaams Agentschap Innoveren & Ondernemen (VLAIO) over bedrijfsoverdracht in Vlaanderen.

De dataset werd samengesteld op basis van schriftelijke enquêtes, afgenomen in de jaren 2015, 2019 en 2023. Deze enquêtes richtten zich op Vlaamse ondernemingen en peilden naar doelstellingen met betrekking tot bedrijfsoverdracht. Ze werden uitsluitend verstuurd naar Vlaamse micro-, kleine en middelgrote ondernemingen uit verschillende sectoren, met als bijkomende voorwaarde dat deze bedrijven de rechtsvorm van een Besloten Vennootschap (BV) of Naamloze Vennootschap (NV) hadden.

De selectie van de ondernemingen gebeurde op basis van een databestand afkomstig uit de Verrijkte Kruispuntbank van Ondernemingen (VKBO). Hieruit werden ondernemingen gekozen waarin één of meerdere bestuurders actief zijn die ouder zijn dan 55 jaar. Deze gegevens werden gekoppeld aan Belfirst, een databank met gedetailleerde informatie over bedrijven in België en Luxemburg. Via Belfirst werd de lijst van ondernemingen doorgegeven aan Trends Business Information, die vervolgens de e-mailadressen van de zaakvoerders aanleverde. Na de bevragsingsronde werden de ontvangen antwoorden gefilterd, resulterend in een finale dataset die beschikbaar werd gesteld voor dit onderzoek.

5.2. Variabelen

De variabelen die in de onderstaande sectie worden besproken, zullen uiteindelijk worden gebruikt voor de analyses binnen dit onderzoek. Daarom worden deze samengevat in Tabel 1, die kan worden geraadpleegd na de beschrijving.

5.2.1. Afhankelijke variabele: Liquidatie-intentie

De liquidatie-intentie van familiale eigenaars wordt voorgesteld als de afhankelijke variabele *LIQ_INTENTIE* en opgesteld als een dummyvariabele. Wanneer deze variabele een waarde van 1 aanneemt, vertoont de respondent een intentie voor een toekomstige liquidatie van het bedrijf. Hierbij wordt echter geen specifieke termijn vermeld voor het daadwerkelijk plaatsvinden van de liquidatie. Indien de variabele een waarde van 0 vertoont, is er geen intentie van de respondent voor een toekomstige liquidatie, maar verwacht hij of zij eerder een overname van het leiderschap door iemand anders, hetzij binnen of buiten de familie. Om dit na te gaan, werd de volgende vraag gebruikt: "Aan wie verwacht u dat de meerderheid van de aandelen in de toekomst zal overgedragen worden?"

In de enquête kregen respondenten op bovenstaande vraag de keuze uit meerdere antwoordmogelijkheden. Deze mogelijkheden zijn gecategoriseerd in twee hoofdcategorieën: overname-intentie en liquidatie-intentie. De antwoorden (1) "Ik verwacht niet dat de kinderen het eigenaarschap willen overnemen", (2) "Ik verwacht dat enkel de kinderen die nu al een actieve rol in het bedrijf hebben het eigenaarschap zullen overnemen", (3) "Ik verwacht dat alle kinderen gezamenlijk het eigenaarschap overnemen, ongeacht hun betrokkenheid bij het bedrijf" en (4) "Ik verwacht dat andere familieleden het eigenaarschap zullen overnemen", worden samengevoegd met de antwoordmogelijkheden (5) "Ik verwacht een verkoop aan derden" en (6) "Ik verwacht een verkoop aan werknemers / managers", en behoren daarom tot de eerste categorie. De tweede categorie bestaat uit het antwoord op de volgende mogelijkheid: (7) "Ik verwacht geen overname, maar een liquidatie van het bedrijf".

5.2.2. Onafhankelijke variabele: Return on Assets

Om de financiële prestaties van de betrokken familiebedrijven te meten, wordt gebruikgemaakt van een welbekende rentabiliteitsratio: de *Return on Assets (ROA)*. Deze maatstaf wordt algemeen beschouwd als één van de belangrijkste financiële voorspellers van toekomstige falen (Beaver, 1966). Daarnaast wordt de ratio frequent toegepast in wetenschappelijk onderzoek rond bedrijfsprestaties en bedrijfsoverdracht, en is de ratio eenvoudig beschikbaar via financiële databanken. Aangezien deze parameter niet expliciet bevraagd werd in de enquête, werd ze extern opgevraagd uit de Belfirst-databank.

De ROA wordt berekend als de verhouding tussen de nettowinst en de totale activa van een onderneming, en geeft daarmee een indicatie van hoe efficiënt een bedrijf zijn middelen inzet om winst te genereren (Willy, 2017). In tegenstelling tot de *Return on Equity (ROE)*, die beïnvloed wordt door de financieringsstructuur van een bedrijf, biedt ROA een zuiverder beeld van de operationele prestaties, onafhankelijk van de kapitaalstructuur of schuldfinanciering.

Voor dit onderzoek wordt specifiek gekeken naar de evolutie van de ROA over twee opeenvolgende boekjaren (2021 & 2022). De variabele wordt berekend als het verschil tussen de ROA in boekjaar 2022 en de ROA in boekjaar 2021 ($ROA_{2022} - ROA_{2021}$), en aangeduid als *ROA_TREND*. Een negatieve waarde (<0) wijst op een achteruitgang van de prestaties, terwijl een positieve waarde (>0) een verbetering aanduidt.

Bovendien maakt deze tijdspanne het mogelijk om directe liquidatierisico's te detecteren die niet louter het gevolg zijn van toevallige factoren. Zo kan het opnemen van de ROA van slechts één enkel boekjaar een vertekend beeld geven door uitzonderlijke of incidentele omstandigheden. Uiteindelijk wordt een negatieve relatie tussen de *ROA_TREND* en het aantal events van vrijwillige liquidatie-intentie binnen de steekproef verwacht.

Verder werd er voor dit onderzoek bewust gekozen voor een trendanalyse in plaats van een gemiddelde ROA, aangezien een gemiddelde eerder een globaal beeld geeft van de prestaties, zonder te tonen of deze verbeteren of verslechteren. Zo kan een bedrijf, ondanks sterke terugval in het meest recente jaar, toch een hoog gemiddelde behalen, waardoor de huidige dalende trend onzichtbaar blijft.

Ten slotte werd er bewust geen gebruik gemaakt van ROA-gegevens uit 2023, aangezien één van de enquêtes *Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen* in datzelfde jaar werd afgenomen. Bijgevolg kunnen respondenten die in 2023 een liquidatie-intentie aangeven, reeds bezig zijn met de effectieve afbouw van hun onderneming. Dit kan de financiële gegevens, en dus ook de financiële maatstaf ROA2023, verstoren. Ook het gebruik van ROA2020 werd bewust vermeden, om mogelijke vertekeningen als gevolg van de Covid-19-crisis uit te sluiten.

5.2.3. Modererende variabelen

De modererende variabelen worden onderzocht om te bepalen in welke mate zij de richting of sterkte van de relatie tussen ROA en liquidatie-intentie beïnvloeden.

Als eerste modererende variabele wordt gekeken naar familiebedrijven die een Raad van Bestuur (RvB) hebben waarin één of meerdere externe bestuursleden zetelen. Respondenten die in de enquête aangaven een RvB te hebben, konden daarbij ook de samenstelling van de RvB specificeren. Zo kan de RvB bestaan uit:

- a) familieleden die werkzaam zijn in het bedrijf,
- b) familieleden die niet werkzaam zijn in het bedrijf,
- c) externe onafhankelijke bestuurders (EOB), en
- d) niet-familieleden die werkzaam zijn in het bedrijf.

Voor dit onderzoek worden enkel de EOB's meegenomen in de analyse. Om hypothese 2 te toetsen, werd een bijkomende dummyvariabele opgesteld, namelijk RvB_EOB. Vanaf de aanwezigheid van minstens één EOB in de RvB, krijgt deze variabele de waarde 1. Indien dit niet het geval is, wordt de waarde 0 toegekend.

Als tweede modererende variabele wordt gekeken naar familiebedrijven waar de eerste generatie op het ogenblik van de enquête de controle uitoefent. De generatie aan het roer oefent controle uit via twee manieren: enerzijds door eigendom, anderzijds door de aansturing vanuit het management (leiderschap) (Birdthistle & Hales, 2023). Over dit onderwerp kregen respondenten de volgende twee vragen: (1) "Welke generatie heeft momenteel de eigendom in handen?" en (2) "Welke generatie heeft momenteel het management (leiderschap) in handen?"

Voor beide vragen werden telkens vijf antwoordopties voorzien, namelijk: "1ste generatie, 2de generatie, 3de generatie, 4de generatie en 5de generatie". Daarnaast was het mogelijk om per vraag meerdere antwoorden aan te duiden. Beide vragen worden samengevoegd tot één dummyvariabele, genaamd GEN_CONTROLE. Hierbij krijgen familiebedrijven waarbij de eerste generatie zowel de eigendom als het management in handen heeft, de waarde 1. In alle andere gevallen krijgt deze variabele de waarde 0.

5.2.4. Controlevariabelen

In de dataset werden enkele controlevariabelen opgenomen die de afhankelijke variabele kunnen beïnvloeden. Deze controlevariabelen worden constant gehouden om de hoofdrelatie tussen financiële

bedrijfsprestaties en liquidatie-intentie zo zuiver mogelijk te kunnen meten. Er werd gekozen om de volgende twee controlevariabelen op te nemen: (1) de bedrijfsgrootte en (2) de schuldgraad.

De eerste controlevariabele betreft de bedrijfsgrootte, waarbij specifiek wordt nagegaan of het al dan niet gaat om een micro-onderneming. Dit aangezien studies reeds hebben aangetoond dat kleine bedrijven een lagere *going concern-waarde* hebben, lagere liquidatiekosten hebben en minder verzet van stakeholders, wat liquidatie waarschijnlijker maakt (Battisti & Okamuro, 2010). Daarnaast worden micro-ondernemingen gekenmerkt door kleinere activa, hetgeen hen volatieler en gevoelig maakt voor verlies (Podobnik et al., 2010).

De bedrijfsgrootte wordt bepaald op basis van de volgende enquêtevraag: "Hoeveel werknemers (FTE) werden in uw bedrijf tewerkgesteld eind 2023?" De antwoorden op deze vraag leiden tot het opstellen van een dummyvariabele, *GRT_MICRO*. Enerzijds betekent een waarde van 1 dat het bedrijf minder dan tien werknemers tewerkstelt, waardoor het als micro-onderneming wordt geclassificeerd. Anderzijds krijgt het bedrijf de waarde 0 als het geen micro-onderneming betreft.

De tweede controlevariabele is de algemene schuldgraad, die berekend wordt als de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen. Deze variabele biedt inzicht in de financiële structuur van de onderneming. Een hogere VV/EV-verhouding wijst op zwaardere rentelasten, wat kan leiden tot financiële druk (Modigliani & Miller, 1963). Dergelijke druk kan de winstgevendheid ondermijnen en een liquidatie aansturen (Podobnik et al., 2010). Bijkomend onderzoek heeft aangetoond dat het faillissementsrisico direct afhankelijk is van de hoogte van de schuldratio (Podobnik et al., 2010).

Voor de schuldgraad wordt de variabele *VVEV_2021* opgesteld, die telkens wordt opgenomen in het regressiemodel. Door de algemene schuldgraad constant te houden, kan het effect van de ROA-trend op de liquidatie-intentie nauwkeuriger worden gemeten.

Tabel 1: Variabelen

Afhankelijke variabele	Omschrijving	Verwachting teken	Hypothese
<i>LIQ_INTENTIE</i>	1 = Liquidatie-intentie 0 = Andere		H1, H2 & H3
Onafhankelijke variabele	Omschrijving	Verwachting teken	Hypothese
<i>ROA_TREND</i>	Toont het verschil tussen de ROA2022 en ROA 2021.	–	H1
Modererende variabelen	Omschrijving	Verwachting teken	Hypothese
<i>RVB_EOB</i>	1= Aanwezigheid van externe onafhankelijke bestuurder in RvB 0 = Afwezigheid van externe onafhankelijke bestuurder in RvB	–	H2
<i>GEN_CONTROLE</i>	1 = Eigendom & leiderschap is in bezit van de eerste generatie 0= Eigendom & leiderschap is niet in bezit van de eerste generatie	+	H3
Controlevariabelen	Omschrijving		
<i>GRT_MICRO</i>	1 = Micro-onderneming (<10 werknemers) 0 = Andere (>=10werknemers)		
<i>VVEV_2021</i>	Schuldgraad 2021		

6. Descriptieve analyse

De steekproef in dit onderzoek bestaat uit ondernemingen waarvan de bedrijfsleiders 55 jaar of ouder zijn. De oorspronkelijke dataset telde 778 bedrijven, bestaande uit zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven. De selectie van familiebedrijven gebeurde op basis van de volgende criteria die ook gehanteerd werden in de studie *Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen* (Ine Umans et al., 2019): (1) meer dan 50% van de eigendom is in handen van één familie, of (2) het bedrijf wordt door de respondent als familiebedrijf beschouwd. Op basis van deze voorwaarden werden 624 ondernemingen gekwalificeerd als familiebedrijf.

Voordat de gegevens verwerkt konden worden, werden aanvullende filters toegepast. Ten eerste zijn familiebedrijven uitgesloten die geen antwoord gaven op de vraag: "Aan wie verwacht u dat de meerderheid van de aandelen in de toekomst zal worden overgedragen?". Als gevolg daarvan werd de dataset gereduceerd tot 500 familiebedrijven. Bijkomend werden observaties met ontbrekende waarden in 2021 en 2022 voor ROA en 2021 voor schuldgraad weggelaten uit de analyse. Hierdoor daalde het aantal bruikbare observaties van 500 naar 454 familiebedrijven.

Om de invloed van uitschieters te beperken, werd gebruikgemaakt van winsorisatie op de numerieke variabelen ROA_TREND en VVEV_2021. Deze techniek vervangt extreme waarden door de dichtstbijzijnde waarde binnen een gekozen percentiel, waardoor de gegevens minder worden verstoord door uitzonderlijke gevallen. Doordat de variabelen ROA_TREND en VVEV_2021 een scheve verdeling vertonen, dreigt het gevaar dat uitschieters worden meegenomen in de analyse. Door te winsoriseren op het 5e en 95e percentiel, worden alle waarden onder de grens van het 5e percentiel opgewaardeerd tot de waarde van dat 5e percentiel en alle waarden boven de grens van het 95e percentiel verlaagd tot de waarde van dat 95e percentiel, om de invloed van uitschieters te beperken.

Door bovenstaande handelingen werd de dataset klaargestoomd voor verdere analyses en beschrijvingen. Allereerst worden de beschrijvende statistieken van de gebruikte variabelen hieronder per categorie besproken en in Tabel 2 samengevat. Vervolgens wordt in Tabel 3 een vergelijking gemaakt tussen familiebedrijven met en zonder liquidatie-intentie waarbij zaken zoals grootte, prestaties en structuur duidelijk naar voren komen.

6.1. Return-On-Asset (ROA)

Zoals reeds vermeld, is de onafhankelijke variabele, die de financiële prestaties weerspiegelt, de ROA. Hiervoor werd het verschil ROA-percentage berekend tussen de jaren 2021 en 2022. Het gemiddelde van de variabele ROA_TREND bedraagt -0,77, wat betekent dat de gemiddelde onderneming in de steekproef, in de periode tussen 2021 en 2022, haar rentabiliteit met 0,77 euro verlies per 100 euro activa heeft zien afnemen. Daarnaast ligt de mediaan met -0,56 boven het gemiddelde, wat duidt op een licht linksscheve verdeling van de gegevens. Na winsorisatie van het 5^{de} en 95^{ste} percentiel van de variabelen ROA2021 en ROA2022 zijn de minimum- en maximumwaarden van de variabele ROA_TREND respectievelijk -28,15 en 26,08.

6.2. Liquidatie-intentie

Van alle overige familiebedrijven binnen de steekproef geeft slechts 11% aan een intentie tot vrijwillige liquidatie te hebben, wat overeenkomt met 48 ondernemingen binnen de steekproef. De overige 89% verwacht een familiale overdracht, een verkoop aan derden, of heeft nog geen duidelijkheid over de toekomstige eigendomsoverdracht. Ten slotte is de variabele sterk rechtsscheef verdeeld, hetgeen typisch is voor zeldzame gebeurtenissen.

6.3. Externe onafhankelijke bestuurders

Voor de modererende variabele "aanwezigheid van externe onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur (RvB)" werden bijkomende filters toegepast. Eerst werden de 251 bedrijven die geen RvB hadden of waar een missing value werd vastgesteld uitgesloten, wat resulteerde in 203 geldige observaties. De ontbrekende waarden zijn vermoedelijk het gevolg van het beperkte aantal kleinere ondernemingen met een RvB. Vervolgens werden enkel bedrijven behouden die een geldig antwoord gaven op de vraag naar het aantal externe bestuurders in de RvB. Missing values werden hierbij niet als nul geïnterpreteerd. Uiteindelijk bleven 200 bedrijven over, waarvan 42 effectief minstens één externe onafhankelijke bestuurder in de RvB hebben aangesteld. Echter, slechts één van deze bedrijven vertoont daadwerkelijk ook een liquidatie-intentie.

6.4. Eerste generatie in controle

De tweede modererende variabele betreft de invloed van de eerste generatie die controle heeft over zowel het eigendom als het management van het bedrijf. Eerst werden bedrijven uitgesloten die geen informatie hadden ingevuld over de generatiestructuur bij eigendom en management. Hierdoor vielen 74 van de 454 bedrijven weg, wat resulteerde in een geldige steekproef van 380 bedrijven. Hieruit bleek dat zowel het eigendom als management bij 59% van de respondenten in handen is van de eerste generatie. De overige 41% valt bijgevolg onder andere generatiestructuren. Omdat de mediaan gelijk is aan 1, kan worden geconcludeerd dat de meerderheid van de bedrijven nog steeds in handen is van de eerste generatie op beide niveaus.

6.5. Micro-ondernemingen

Wat betreft de grootte van de onderneming blijkt dat 58% van de bedrijven minder dan tien werknemers tewerkstellen, hetgeen hen kwalificeert als micro-onderneming. De mediaan bedraagt 1 en bevestigt hiermee dat de meerderheid van de steekproef uit kleinere bedrijven bestaat.

6.6. Schuldgraad

De gemiddelde schuldgraad (VVEV) voor 2021 bedraagt 1,94. Dit betekent dat ondernemingen in 2021 gemiddeld 1,94 euro aan schulden hebben per euro eigen vermogen. De mediaan bedraagt 1,11 en wijst op een verdeling die rechtsscheef is. De standaardafwijking van 2,32 en het variatiebereik van 9,56 wijzen op aanzienlijke verschillen binnen de financieringsstructuur van de onderzochte respondenten. Na toepassing van winsorisatie zijn de minimum- en maximumwaarden beperkt tot respectievelijk 0,11 en 9,67 om de mogelijke invloed van uitschieters te beperken.

Tabel 2: Beschrijvende statistieken

	Variabele	Gemiddelde	Mediaan	St. deviatie	Min.	Max.	N
1	ROA_TREND	-0,7743	-0,56	7,66976	-28,15	26,08	454
2	LIQ_INTENTIE	0,1057	0	0,30753	0	1	454
3	RvB_EOB (*)	0,21	0	0,40833	0	1	200
4	GEN_CONTROLE (**)	0,5921	1	0,49209	0	1	380
5	GRT_MICRO	0,5793	1	0,49422	0	1	454
6	VVEV_2021	1,9403	1,1050	2,31930	0,11	9,67	454

- (*) N = 200, aangezien deze variabele niet relevant is voor familiebedrijven zonder RvB of voor bedrijven die geen informatie hebben verstrekt over het aantal externe bestuursleden.
- (**) N = 380, omdat er 74 ontbrekende waarden zijn van bedrijven die geen informatie over de generatiestructuur voor zowel eigendom als management hebben ingevuld.

Tabel 3: Aanvullende beschrijvende statistieken

	Kenmerk	Met liquidatie-intentie (48)	Zonder liquidatie-intentie (406)
1	# Werknemers	242 (*)	2552
2	Gem. # Werknemers	5,04	6,3
3	# Micro-ondernemingen	47	216
4	Gem. ROA_TREND	-2,78	-0,54
5	Gem. VVEV_2021	1,84	2,20

1. (*) Van de 242 werknemers die in totaal werkzaam zijn bij de 48 familiebedrijven met een liquidatie-intentie, zijn er 234 werkzaam bij familiale micro-ondernemingen.

7. Correlatieanalyse

De onderstaande tabel toont de correlatiecoëfficiënten tussen de onderzochte variabelen, berekend met behulp van *pairwise deletion* om het aantal wegvallende observaties te minimaliseren. Een correlatiecoëfficiënt toont zowel de richting als de sterkte van het lineaire verband tussen twee numerieke variabelen. De waarde varieert van -1 tot $+1$, waarbij $+1$ staat voor een perfect positief verband, en -1 voor een perfect negatief verband. Overigens betekent 0 dat er geen lineaire samenhang aanwezig is.

Een hoge correlatie tussen twee of meer onafhankelijke variabelen (voorspellers) in een regressieanalyse kan wijzen op multicollineariteit. Dit fenomeen bemoeilijkt het afzonderlijk inschatten van het effect van elke voorspeller op de afhankelijke variabele en tast daarmee de betrouwbaarheid van het model aan. Het is dus belangrijk multicollineariteit tijdig te herkennen en waar mogelijk te vermijden. De correlatiematrix is visueel weergegeven in Tabel 4, die te vinden is op de volgende bladzijde.

De waarden in de tabel geven aan dat er geen sprake is van multicollineariteit, aangezien de onderliggende correlaties tussen de onafhankelijke variabelen relatief beperkt blijven. Met andere woorden, de onderlinge verbanden zijn overwegend zwak tot matig, zowel in positieve als negatieve richting. De hoogste negatieve correlatie is tussen de variabelen GRT_MICRO en RvB_EOB ($r = -0,379$, $p < 0,001$), hetgeen wijst op de vaststelling dat micro-ondernemingen minder vaak een extern bestuurslid in de RvB hebben.

Bovendien is er een klein tot matig positief verband tussen LIQ_INTENTIE en GRT_MICRO ($r = 0,279$, $p < 0,001$), wat suggereert dat bedrijfsleiders van micro-ondernemingen vaker een liquidatie-intentie rapporteren. Verder is er een zwak, maar niet significant verband tussen LIQ_INTENTIE en RvB_EOB ($r = -0,131$, $p = 0,065$). Ook is er een klein maar significant positief verband tussen VVEV_2021 en ROA_TREND ($r = 0,174$, $p < 0,001$).

De resterende correlaties met LIQ_INTENTIE, waaronder die met GEN_CONTROLE en VVEV_2021, zijn overwegend laag en niet significant. Deze variabelen vertonen dus een beperkte lineaire samenhang. De aanwezigheid van niet-significante correlaties is op zich geen probleem, omdat ze juist aangeven dat de voorspellers weinig overlap vertonen en hiermee de kans op multicollineariteit verkleinen.

Bijkomend werd de *Variance Inflation Factor* (VIF) berekend om wederom na te gaan of er al dan niet sprake is van multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen. De VIF-waarden worden weergegeven in Tabel 5. Opmerkelijk liggen alle VIF-waarden gemiddeld rond $1,087$, hetgeen wijst op een geringe mate van multicollineariteit. Zo bedraagt de hoogst gemeten waarde $1,131$, wat zich ruim onder de gehanteerde drempelwaarde van vijf bevindt (O'Brien, 2007).

Doordat zowel de Pearson-correlatiematrix als de VIF-analyse geen aanwijzingen geven voor sterke onderlinge samenhang tussen de voorspellers, kan met vertrouwen gesteld worden dat de stabiliteit van het model in geen geval wordt beïnvloed door multicollineariteit. Bijgevolg kunnen de afzonderlijke effecten van de onafhankelijke variabelen betrouwbaar geïnterpreteerd worden in de regressieanalyse.

Tabel 4: Pearson-correlatiematrix

	Variabele	1	2	3	4	5	6
1	LIQ_INTENTIE	1					
2	ROA_TREND	-0,090	1				
3	RvB_EOB	-0,131	0,018	1			
4	GEN_CONTROLE	0,046	-0,050	0,000	1		
5	GRT_MICRO	0,279**	0,008	-0,379***	0,175**	1	
6	VVEV_2021	-0,035	0,174**	0,044	0,038	-0,146**	1

Noot: De correlatie is significant op het niveau **0.01 (tweezijdige toets)

Tabel 5: VIF-waarden

	Variabele	VIF
1	LIQ_INTENTIE	/
2	ROA_TREND	1,060
3	RvB_EOB	1,125
4	GEN_CONTROLE	1,043
5	GRT_MICRO	1,131
6	VVEV_2021	1,078

8. Empirische analyse: resultaten

8.1. Regressiemodel

De analyse wordt uitgevoerd met behulp van een logistische regressieanalyse, een statistische techniek waarmee je de relatie tussen één of meer onafhankelijke variabelen (predictoren) en een binaire afhankelijke variabele (Y) in kaart brengt (Sieben & Linssen, 2009). In tegenstelling tot de lineaire regressie, die een continue uitkomst oplevert, genereert logistische regressie een kansschatting die per definitie tussen 0 en 1 ligt.

8.1.1. Modelopbouw

Dit onderzoek bevat een algemeen regressiemodel, gevolgd door een bijkomend regressiemodel per hypothese, dat is opgebouwd zoals weergegeven in de onderstaande tabel.

Tabel 6: Regressiemodellen

Model	Beschrijving	Observaties (N)	Events met LIQ_INTENTIE = 1	Opgenomen variabelen
Model 1	Controlevariabelen	454	48	- GRT_MICRO - VVEV_2021
Model 2 (H1)	H1: Hoofdrelatie	454	48	- Model 1 +ROA_TREND
Model 3A (H2)	H2: Moderatie door EOB	200	20	- Model 2 +RVB_EXTERN +ROA_TREND x RVB_EXTERN
Model 3B (H3)	H3: Moderatie door eerste generatie in controle	380	43	- Model 2 +GEN_CONTROL +ROA_TREND x GEN_CONTROL

Het logistische model kent wel enkele bijkomende randvoorwaarden. Ten eerste mogen de resultaten niet vertekend raken door sterke samenhang (multicollineariteit) tussen de voorspellers of door uitschieters. Om het eerste te voorkomen, werden de ROA en schuldgraad gewinsoriseerd op het 5e en 95e percentiel, resulterend in de aangepaste variabelen ROA_TREND en VVEV_2021. Daarnaast bleek uit de voorgaande correlatieanalyse dat de onderlinge samenhang tussen de verklarende variabelen over het algemeen matig tot zwak was. Hiermee wordt de betrouwbaarheid van het model gewaarborgd.

Verder dienen er voldoende *events-per-variable* (EPV) aanwezig te zijn voor het aantal predictoren. Hierbij geldt een minimale uitkomst van tien. Bij te weinig EPV worden schattingen instabiel, standaardfouten groot en conclusies op basis van p-waarden onbetrouwbaar (Peduzzi et al., 1996).

Doordat de EPV-regel altijd afzonderlijk wordt toegepast per regressiemodel, wordt voor elke hypothese een EPV-waarde berekend, die wordt weergegeven in Tabel 7.

Tabel 7: EPV-waarden per model

Regressie	Events met LIQ = 1	#Predictoren	EPV
Model 1	48	2	24
Model 2 (H1)	48	3	16
Model 3 (H2)	20	5	4
Model 4 (H3)	43	5	9

De EPV-waarde voor de hoofdrelatie ligt ruim boven de minimale drempel. Hypothese 2 zit daarentegen ver onder die grens, waardoor de bijbehorende conclusies met voorzichtigheid dienen geïnterpreteerd te worden. De lage waarde komt doordat veel observaties van familiebedrijven zonder RvB, of met een ontbrekende waarde voor het aantal externe onafhankelijke bestuursleden, zijn verwijderd. Als gevolg daarvan zijn ook enkele events met liquidatie-intentie verloren gegaan. Hoewel hypothese 3 net onder de drempelwaarde uitkomt, kan ze met de nodige terughoudendheid toch worden meegenomen, aangezien eerder onderzoek heeft aangetoond dat de 10-EPV-regel niet strikt hoeft te worden gevolgd (Vittinghoff & McCulloch, 2007).

8.1.2. Model 1: Algemeen regressiemodel

Het eerste logistische regressiemodel bevat louter de afhankelijke variabele LIQ_INTENTIE en de bijbehorende controlevariabelen. Dit model bevat 454 observaties, waarvan de belangrijkste output van de regressieanalyse wordt weergegeven in Tabel 8.

De Omnibus-test met $\chi^2 = 47,0$ en $p < 0,001$ laat zien dat het model als geheel significant beter voorspelt dan een leeg model zonder voorspellers. Bijkomend verklaart het controlemodel circa 20% van de variantie in liquidatie-intentie (Nagelkerke $R^2 = 0,201$), aangepast naar 10% op de strengere schaal van Cox & Snell. Beide waarden vertellen hetzelfde verhaal, maar op een andere schaal. Verder past het model goed bij de data (Hosmer-Lemeshow $p = 0,18$) en classificeert het 89% van de bedrijven correct.

Enkel de variabele GRT_MICRO is significant ($p < 0,001$). Hiermee laat het basismodel meteen zien dat bedrijfsomvang een grote rol speelt bij de intentie om te liquideren. Zo hebben micro-ondernemingen naar schatting ruim 42 keer zoveel kans ($\text{Exp}(B) = 41,6$) om een liquidatie-intentie te melden als bedrijven met meer dan tien werknemers. De schuldratio daarentegen is niet significant en vertoont een p-waarde ($p = 0,90$) ver boven het significantieniveau van 0,05. Elke extra eenheid op de schuldratio doet de liquidatie-intentie slechts toenemen met ongeveer 1%. Kortom, bovenstaande geeft aan dat de mate van de financiële structuur in dit controlemodel weinig afzonderlijke invloed heeft op de liquidatie-intentie van de onderzochte familiebedrijven.

Tabel 8: Output regressieanalyse – Algemeen model

Afh. Variabele: LIQ_INTENTIE	Coëfficiënt (β)	St. Error	Exp (B)	Sig. (p)
Controlevariabelen				
GRT_MICRO	3,729	<0,001	41,62	<0,001
VVEV_2021	0,010	0,074	1,01	0,896
Statistieken	Chi-kwadraat (χ^2)	Sig. (p)		
Omnibus-test	47,037	<0,001		
Cox & Snell R Square	0,098			
Nagelkerke R Square	0,201			
Hosmer-Lemeshow	11,44	0,178		

8.1.3. Model 2: Hypothese 1

Het tweede model omvat de afhankelijke variabele met drie voorspellers: ROA_TREND, GRT_MICRO en VVEV_2021. Ook in dit model bedraagt het aantal observaties 454, waarin 48 cases met liquidatie-intentie voorkomen. De belangrijkste resultaten staan in Tabel 9.

Het *overall performance-model* wijst volgens de Omnibus Test opnieuw op een betrouwbaar model ($\chi^2 = 51,249$ en $p < 0,001$). Op basis van de Cox & Snell R-Square en de Nagelkerke R-Square blijkt dat tussen de 11% en 22% van de variatie verklaard kan worden door Model 2. In vergelijking met het algemeen model neemt de verklaarde variantie licht toe, wat wijst op een beperkte, maar merkbare meerwaarde van ROA_TREND. De Hosmer-Lemeshow-toets is niet-significant ($p = 0,561$), wat erop wijst dat de voorspelde kansen goed overeenkomen met de feitelijke uitkomsten. Het model weet daarmee nog steeds ongeveer 89% van de bedrijven correct te classificeren.

De nieuw toegevoegde ROA_TREND is significant ($p = 0,040$), maar het negatieve effect is relatief klein ($\text{Exp}(B) = 0,959$ en $\beta = -0,042$). Hoe dichter de ongestandaardiseerde β bij 0, hoe minder impact de variabele heeft op de log-odds. Dit betekent dat bij een stijging van de ROA, de kans op het rapporteren van een liquidatie-intentie afneemt. Omgekeerd zal een afnemende ROA leiden tot een toename van de intentie tot liquidatie bij de respondenten. Concreet stijgen de odds op liquidatie-intentie met 4,1% per punt daling in ROA. Hiermee ligt deze negatieve relatie in lijn met de vooropgestelde eerste hypothese.

Van de twee controlevariabelen springt GRT_MICRO er opnieuw uit. Zo blijven micro-ondernemingen veruit de meest doorslaggevende predictor, met een ruim 43 keer grotere kans op een liquidatie-intentie ($\text{Exp}(B) = 43,461$; $p < 0,001$) in vergelijking met niet-micro-ondernemingen. De andere controlevariabele, de schuldratio VVEV_2021, blijft daarentegen onbeduidend. Door de enorm hoge p-waarde ($p = 0,608$), blijft de betekenis van de schuldgraad als afzonderlijke voorspeller, net zoals in het algemeen regressiemodel, irrelevant. Zo verandert de gerapporteerde liquidatie-intentie nauwelijks naarmate het vreemd vermogen stijgt ($\text{Exp}(B) = 1,040$).

Tabel 9: Output regressieanalyse – Hypothese 1

Afh. Variabele: LIQ_INTENTIE	Coëfficiënt (β)	St. Error	Exp (B)	Sig. (p)
Onafhankelijke variabele				
ROA_TREND	-0,042	0,020	0,959	0,040
Controlevariabelen				
GRT_MICRO	3,772	1,018	43,461	<0,001
VVEV_2021	0,039	0,076	1,040	0,608
Statistieken	Chi-kwadraat (χ²)	Sig. (p)		
Omnibus-test	51,249	<0,001		
Cox & Snell R Square	0,107			
Nagelkerke R Square	0,217			
Hosmer-Lemeshow	6,773	0,561		

8.1.4. Model 2A: Hypothese 1

Uit bovenstaande analyse (Model 2) bleek duidelijk dat er wel degelijk een negatieve relatie aanwezig is tussen ROA en liquidatie-intentie binnen familiebedrijven. Om na te gaan of dit verband standhoudt binnen verschillende niveaus van ROA, werd een aanvullende subgroepanalyse uitgevoerd. Deze aanvullende analyse dient aan te tonen in hoeverre de relatie tussen ROA en liquidatie-intentie consistent blijft bij zowel goed als slecht presterende bedrijven. De resultaten worden weergegeven in Tabel 10.

Op basis van een subgroepanalyse met de mediaan van ROA (-0,5600) werd de steekproef opgesplitst in twee groepen, namelijk bedrijven met lage en hoge ROA. Voor beide groepen werd telkens een aparte regressieanalyse uitgevoerd met LIQ_INTENTIE als afhankelijke variabele.

Bij familiebedrijven met een lage ROA is de relatie tussen ROA_TREND en liquidatie-intentie negatief, maar net niet significant ($\beta = -0,123$; $p = 0,068$; $\text{Exp}(B) = 0,884$). Bij familiebedrijven met een hoge ROA blijft het effect van ROA_TREND eveneens niet significant ($\beta = -0,033$; $p = 0,302$; $\text{Exp}(B) = 0,967$).

Deze resultaten wijzen erop dat het negatieve verband tussen ROA en liquidatie-intentie, zoals gevonden in het volledige model, zich niet duidelijk doorzet binnen de afzonderlijke ROA-groepen. Met andere woorden lijkt het negatieve verband vooral op te treden over de gehele steekproef, maar is minder uitgesproken binnen de subgroepen. Kortom, het verband van hypothese 1 kan statistisch bevestigd worden, maar is eerder zwak en dient met voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden.

Tabel 10: Output subgroepanalyse – Hypothese 1

Subgroepen	Coëfficiënt (β)	St. Error	Exp (B)	Sig. (p)
Lage ROA ($\leq$ Mediaan)	-0,123	0,068	0,884	0,068
Hoge ROA ($>$ Mediaan)	-0,033	0,032	0,967	0,302

8.1.5. Model 3: Hypothese 2

Het derde model bevat hypothese 2, waarbij de modererende variabele RVB_EOB (de aanwezigheid van externe bestuursleden in de RvB) wordt opgenomen in het model. Hierbij dient het voorgaande model (model 2), waarin een negatief significant verband werd gevonden tussen de verandering in financiële prestaties (ROA_TREND) en vrijwillige liquidatie-intentie (LIQ_INTENTIE), als startpunt. In model 3A wordt aanvullend een interactievariabele aangemaakt tussen ROA_TREND en RVB_EOB, genaamd ROA_RVB_INTERACTIE. Hiermee wordt nagegaan of de aanwezigheid van een extern bestuurslid in de RvB het verband tussen financiële prestaties en liquidatie-intentie beïnvloedt.

Het aantal observaties daalt naar 200, aangezien enkel familiebedrijven met gegevens omtrent de samenstelling van hun RvB werden opgenomen. Na het filteren blijven slechts twintig events met liquidatie-intentie over, met als gevolg een lage EPV-waarde en dus een aanzienlijke kans op overschatte of instabiele schattingen. Bij de interpretatie van de resultaten is dus uiterste voorzichtigheid geboden.

Uit de regressieanalyse blijkt dat geen van de verklarende variabelen significant is. Zo is de moderatorvariabele RVB_EOB niet significant ($\beta = -0,447$, $p = 0,689$), evenmin als de interactievariabele ROA-RVB_INTERACTIE ($\beta = 0,003$, $p = 0,989$). Met andere woorden: er is geen statistisch bewijs dat de aanwezigheid van een externe onafhankelijke bestuurder het effect van financiële prestaties op liquidatie-intentie beïnvloedt. Hypothese 2 wordt daarmee niet ondersteund.

Opvallend zijn de relatief grote standaardfouten, met name bij RVB_EOB (St. Error = 1,114), die aanmerkelijk groter zijn dan de coëfficiënt zelf ($\beta = -0,447$). Dit betekent dat de standaardfout meer dan tweemaal zo groot is als de geschatte waarde, hetgeen impliceert dat de schatting van het effect van RVB_EOB sterk zou kunnen variëren bij toepassing op een andere steekproef. Dit wijst op een lagere betrouwbaarheid van de schatting, wat overigens te verwachten was op basis van de eerder berekende EPV-waarden van vier.

Ook blijkt de onafhankelijke variabele ROA_TREND in dit model geen significant effect te hebben op LIQ_INTENTIE ($\beta = -0,050$, $p = 0,171$). Wellicht is dit resultaat te wijten aan het lagere aantal observaties ($N=200$) en het lagere aantal gevallen van liquidatie-intentie (cases = 20). De enige significante verklarende variabele in het model is de controlevariabele GRT_MICRO ($\beta = 3,067$, $p = 0,004$), wat wederom aangeeft dat respondenten van micro-ondernemingen een aanzienlijk hogere liquidatie-intentie vertonen. De tweede controlevariabele, VVEV_2021, blijkt opnieuw niet significant ($\beta = 0,034$, $p = 0,759$).

Het model als geheel is statistisch significant ($\chi^2 = 23,050$ en $p < 0,001$), wat aangeeft dat de combinatie van opgenomen variabelen de kans op liquidatie-intentie beter voorspelt dan een leeg model zonder voorspellers. Bovendien duidt de niet-significante Hosmer-Lemeshowtest ($\chi^2 = 9,708$, $p = 0,286$) op een goede modelfit, wat erop wijst dat de voorspellingen van het model nauw aansluiten bij de daadwerkelijke waargenomen waarden. De verklaarde variantie van het model is echter beperkt, zo blijkt uit de Cox & Snell R^2 (0,109) en Nagelkerke R^2 (0,228), die aangeven dat het model respectievelijk 11% tot 23% van de variantie in liquidatie-intentie verklaart.

Tabel 11: Output regressieanalyse – Hypothese 2

Afh. Variabele: LIQ_INTENTIE	Coëfficiënt (β)	St. Error	Exp (B)	Sig. (p)
Onafhankelijke variabele				
ROA_TREND	-0,050	0,036	0,952	0,171
Moderatorvariabele				
RVB_EOB	-0,447	1,114	0,640	0,689
ROA_RVB_INTERACTIE	0,003	0,236	1,003	0,989
Controlevariabelen				
GRT_MICRO	3,067	1,072	21,474	0,004
VVEV_2021	0,034	0,112	1,035	0,759
Statistieken	Chi-kwadraat (χ²)	Sig. (p)		
Omnibus-test	23,050	<0,001		
Cox & Snell R Square	0,109			
Nagelkerke R Square	0,228			
Hosmer-Lemeshow	9,708	0,286		

8.1.6. Model 3A: Hypothese 2

Hoewel er aan de hand van de initiële regressieanalyse geen significante relatie kon worden aangetoond ter ondersteuning van hypothese 3, is er wel de mogelijkheid om een alternatieve test uit te voeren via subgroepanalyses. Hierbij wordt, door te kijken naar de p-waarde, de relatie tussen ROA en liquidatie-intentie in de aanwezigheid van EOB (EOB = 1) vergeleken met de relatie waarbij er geen EOB aanwezig is (EOB = 0). Door het effect van ROA_TREND afzonderlijk te onderzoeken binnen bedrijven met en zonder externe bestuursleden, kunnen eventuele onderliggende verschillen in de relatie met liquidatie-intentie alsnog aan het licht komen. De resultaten worden weergegeven in Tabel 12.

Tabel 12: Output subgroepanalyse – Hypothese 2

Subgroepen	Coëfficiënt (β)	St. Error	Exp (B)	Sig. (p)
Geen extern bestuurslid (0)	-0,051	0,037	0,951	0,170
Extern bestuurslid (1)	-0,531	0,696	0,588	0,446

De aanvullende logistische regressieanalyses tonen aan dat er geen significant verband bestaat tussen ROA en de liquidatie-intentie, ongeacht de aanwezigheid van een extern bestuurslid in de RvB. Het effect van financiële bedrijfsprestaties op liquidatie-intentie is licht negatief bij zowel bedrijven zonder een extern bestuurslid ($\beta = -0,051$, $p = 0,170$) als bedrijven met een extern bestuurslid ($\beta = -0,531$, $p = 0,446$). Hoewel er dus geen statistisch significante relatie wordt gevonden, valt het verschil in p-waarden op. De hoge p-waarde in de groep met een extern bestuurslid wijst op een zeer zwak en statistisch

verwaarloosbaar verband, mogelijk toe te schrijven aan het beperkte aantal liquidatie-events binnen deze subgroep. Bijgevolg bieden deze bevindingen geen ondersteuning voor de stelling dat de aanwezigheid van externe onafhankelijke bestuursleden in de RvB het negatieve verband tussen bedrijfsprestaties en liquidatie-intentie zou versterken.

8.1.7. Model 3B: Hypothese 3

In het laatste model wordt hypothese 3 getoetst, waarin wordt verwacht dat de aanwezigheid van de eerste generatie in controle van zowel eigendom als management (GEN_CONTROLE) de relatie tussen een verandering in financiële bedrijfsprestaties (ROA_TREND) en liquidatie-intentie op een positieve manier modereert. Om deze hypothese te toetsen wordt een aanvullende interactievariabele opgenomen: ROA_CONTROLE_INTERACTIE. De uiteindelijke resultaten staan in Tabel 13.

Het aantal observaties in dit model bedraagt 380, waarvan 43 gevallen van liquidatie-intentie, wat aanzienlijk hoger is dan bij de vorige hypothese. Hierdoor ligt de EPV-waarde ook aanzienlijk hoger, bijna tot de grenswaarde, wat de betrouwbaarheid van de schattingen versterkt.

Uit de regressieanalyse blijkt dat noch de moderatorvariabele GEN_CONTROLE ($\beta = -0,254$, $p = 0,498$), noch de interactievariabele ROA_CONTROLE_INTERACTIE ($\beta = 0,049$, $p = 0,299$) statistisch significant is. Enerzijds impliceert de positieve interactiecoëfficiënt wel dat de aanwezigheid van de eerste generatie bedrijfsleider(s) de relatie tussen bedrijfsprestaties en liquidatie-intentie licht versterkt. Dit komt overeen met de verwachting geformuleerd in hypothese 3, maar mist statistische significantie. Anderzijds suggereert het negatieve effect van GEN_CONTROLE dat bedrijven met eerste generatie bedrijfsleider(s) gemiddeld een lagere liquidatie-intentie vertonen, maar ook dit resultaat mist statistische significantie.

Kortom, er is geen statistisch bewijs dat de aanwezigheid van de eerste generatie in controle de relatie tussen ROA_TREND en liquidatie-intentie beïnvloedt. Hypothese 3 kan hierdoor ook niet worden aangetoond.

Verder blijkt de enige verklarende variabele in het model opnieuw de controlevariabele GRT-MICRO ($\beta = 3,823$, $p < 0,001$), wat opnieuw wijst op een sterk verhoogde kans op vrijwillige liquidatie-intentie bij micro-ondernemingen. Ook de controlevariabele VEV_2021 toont wederom geen significant effect ($\beta = 0,062$, $p = 0,424$).

Ook het *overall performance-model* is geheel significant ($\chi^2 = 47,721$, $p < 0,001$), wat betekent dat de opgenomen variabelen samen een betere voorspelling bieden dan een leeg model. De Hosmer-Lemeshowtest daarentegen is niet significant ($\chi^2 = 8,324$, $p = 0,402$), hetgeen wijst op een goede modelfit. Tot slot blijkt uit de Cox & Snell R Square (0,118) en de Nagelkerke R Square (0,233) dat het model ongeveer 11% tot 23% van de variantie in liquidatie-intentie verklaart.

Tabel 13: Output regressieanalyse – Hypothese 3

Afh. Variabele: LIQ_INTENTIE	Coëfficiënt (β)	St. Error	Exp (B)	Sig. (p)
Onafhankelijke variabele				
ROA_TREND	-0,081	0,041	0,922	0,047
Moderatorvariabele				
GEN_CONTROLE	-0,254	0,375	0,776	0,498
ROA_GEN_CONTROLE_INTERACTIE	0,049	0,048	1,051	0,299
Controlevariabelen				
GRT_MICRO	3,823	1,033	45,754	<0,001
VVEV_2021	0,062	0,077	1,064	0,424
Statistieken	Chi-kwadraat (χ^2)	Sig. (p)		
Omnibus-test	47,721	<0,001		
Cox & Snell R Square	0,118			
Nagelkerke R Square	0,233			
Hosmer-Lemeshow	8,324	0,402		

8.1.8. Model 3A: Hypothese 3

In de oorspronkelijke regressieanalyse werd geen significant interactie-effect gevonden tussen de bedrijfsprestaties en de aanwezigheid van een eerste generatie bedrijfsleider die in controle is van het familiebedrijf. Daarom wordt een bijkomende regressieanalyse uitgevoerd, waarbij gekeken wordt naar de moderatie-effecten binnen twee subgroepen. Daarbij wordt het effect van bedrijfsprestaties op de liquidatie-intentie afzonderlijk onderzocht voor familiebedrijven met en zonder een eerste generatie in controle.

Uit de resultaten blijkt dat het effect van de verandering in ROA tussen 2021 en 2022 (ROA_TREND) op de liquidatie-intentie opnieuw negatief is in beide groepen, maar statistisch niet significant. Bij bedrijven zonder een eerste generatie in controle is de coëfficiënt $\beta = -0,069$, $p = 0,118$, terwijl dit bij bedrijven met een eerste generatie in controle $\beta = -0,035$, $p = 0,167$ bedraagt. Hoewel het effect licht sterker is in de groep met een eerste generatie, zijn deze verschillen klein en niet-significant. De kleine verschillen tussen de coëfficiënten tonen aan dat ook deze subgroepanalyse geen bewijs levert dat de aanwezigheid van een eerste generatie in de bedrijfsleiding de relatie tussen ROA en liquidatie-intentie beïnvloedt.

Tabel 14: Output subgroepanalyse – Hypothese 3

Subgroepen	Coëfficiënt (β)	St. Error	Exp (B)	Sig. (p)
Geen eerste generatie in controle (0)	-0,069	0,044	0,933	0,118
Eerste generatie in controle (1)	-0,035	0,025	0,966	0,167

8.2. Robuustheidsanalyse

Om de robuustheid van het resultaat te testen, werd de analyse herhaald met de niet-gewinsoriseerde variabelen. Door de rechtsscheve verdelingen van de variabelen ROA_2021, ROA_2022 en VVEV_2021 werden deze gegevens in de oorspronkelijke analyse gewinsoriseerd op het 5^{de} en 95^{ste} percentiel om de invloed van extreme uitschieters te beperken. Deze aanvullende test geeft aan in hoeverre de oorspronkelijke bevindingen omtrent hypothese 1, 2 en 3 afhankelijk zijn van het verwijderen van die extreme waarden. Idealiter blijven zowel het effect als de mate van significantie ook zonder toepassing van winsorisatie gelijk aan die van de oorspronkelijke regressieanalyses.

Uit de analyse blijkt dat het negatieve effect van ROA_TREND op liquidatie-intentie, zoals vastgesteld in model 2, niet langer significant blijkt ($\beta = -0,015$, $p = 0,193$). Hoewel de richting effectief negatief blijft, suggereert bovenstaande dat het verband gevoelig is voor de aanwezigheid van uitschieters.

In Model 3A (H2) werd wederom geen significant verband gevonden voor de moderatorvariabele RvB_EOB ($\beta = -0,016$, $p = 0,491$), wat aangeeft dat de aanwezigheid van een extern bestuurslid op zich geen invloed uitoefent op de liquidatie-intentie. Daarnaast werd ook het interactie-effect met ROA_TREND niet significant bevonden ($\beta = -0,025$, $p = 0,918$). Dit wijst erop dat de aanwezigheid van externe bestuurders geen invloed uitoefent op de relatie tussen financiële bedrijfsprestaties en liquidatie-intentie.

Een gelijkaardig patroon werd vastgesteld in Model 3B (H3), waarin de variabele GEN_CONTROLE geen significant hoofdeffect uitoefende ($\beta = -0,023$, $p = 0,266$). Ook de interactieterm ROA_TREND x GEN_CONTROLE bleef eveneens niet significant ($\beta = 0,006$, $p = 0,885$), hetgeen betekent dat de relatie tussen bedrijfsprestaties en liquidatie-intentie niet verschilt tussen familiebedrijven die wel of niet onder controle staan van de eerste generatie.

Kortom, door de afwijking van de robuustheidstest ten opzichte van de oorspronkelijke regressieanalyse kan hypothese 1 slechts gedeeltelijk bevestigd worden. Er zijn namelijk aanwijzingen voor een negatief verband, maar dit verband lijkt niet robuust genoeg om als algemeen geldend te beschouwen zonder voorbehoud. De robuustheidsanalyse voor hypothese 2 en hypothese 3 sluiten daarentegen wel aan bij eerdere bevindingen en tonen opnieuw geen significantie.

Tabel 15: Output robuustheidsanalyse

Model	Effectvariabele	Coëfficiënt (β)	Sig. (p)	Conclusie
Model 2 (H1)	ROA_TREND	-0,015	0,193	Niet significant
Model 3A (H2)	RvB_EOB	-0,016	0,491	Geen effect
Model 3A (H2 - interactie)	ROA_TREND x RvB_EOB	-0,025	0,918	Geen moderatie
Model 3B (H3)	GEN_CONTROLE	-0,023	0,266	Geen effect
Model 3B (H3 – interactie)	ROA_TREND x GEN_CONTROLE	0,006	0,885	Geen moderatie

9. Discussie

Exitstrategieën vormen een belangrijk thema binnen de literatuur over familiebedrijven. Toch is er een opvallend gebrek aan academisch onderzoek naar liquidatie als specifieke vorm van exit, ondanks de stijgende tendens in het aantal liquidaties onder Vlaamse ondernemingen (Ine Umans et al., 2019). Recente studies wijzen bovendien expliciet op het belang van onderzoek dat financiële prestatie-indicatoren, gebaseerd op objectieve jaarrekeningdata, koppelt aan concrete exitbeslissingen (Kołodkiewicz et al., 2023).

Deze masterproef tracht deze leemte gedeeltelijk op te vullen door de rol van financiële bedrijfsprestaties - als belangrijkste voorspeller van exit - te onderzoeken (Hypothese 1), aangevuld met twee modererende governancefactoren: de aanwezigheid van externe bestuursleden in de RvB (Hypothese 2) en controle door de eerste generatie (Hypothese 3), beide ingebed in de context van familiebedrijfsdynamieken. De focus op familiebedrijven is gerechtvaardigd gezien hun economische belang en de structurele uitdagingen op het vlak van bedrijfsoverdracht.

9.1 Bevindingen & theoretische contributies

De empirische analyse bracht enkele opvallende bevindingen aan het licht. Ten eerste werd vastgesteld dat afnemende financiële prestaties, gemeten als het verschil in ROA tussen 2021 en 2022, significant samenhangen met een verhoogde liquidatie-intentie. Deze negatieve relatie bevestigt hypothese 1 en sluit aan bij het klassieke economische model (*survival of the fittest*), waarin onderpresterende bedrijven geacht worden de markt te verlaten (Alchian, 1950; Friedman, 1953; Gimeno et al., 1997; Winter Jr, 1964). Het resultaat ondersteunt tevens eerdere literatuur die stelt dat financiële prestaties cruciaal zijn voor het begrijpen en voorspellen van exitintenties binnen bedrijven (Podobnik et al., 2010; Wennberg & DeTienne, 2014). Bijkomend sluiten de bevindingen aan bij recent onderzoek waar ROA eveneens een van de sterkste voorspellers bleek van liquidatie-intentie, maar dragen zij bij aan de literatuur door deze relatie te toetsen binnen de familie-gedreven context (García-Vidal et al., 2025).

Toch zijn enkele kanttekeningen op hun plaats. De subgroepanalyse bevestigde weliswaar de richting van het verband, maar vond geen significante effecten binnen groepen met hoge versus lage ROA. Ook in de robuustheidsanalyse, uitgevoerd met niet-winsoriseerde data, verdween de significantie. Hoewel het verband in alle modellen negatief bleef, wijst dit op een zekere gevoeligheid voor uitschieters en mogelijk instabiliteit bij andere steekproeven. Hypothese 1 kan bijgevolg slechts gedeeltelijk worden bevestigd: er zijn aanwijzingen voor het verwachte effect, maar dit blijft afhankelijk van datakeuze en modelopzet.

Aanvullend op hypothese 1, werden hypothese 2 en 3 getoetst, om na te gaan in hoeverre bepaalde governancefactoren het negatieve verband tussen financiële prestaties en liquidatie-intentie konden beïnvloeden.

Voor hypothese 2 werd onderzocht of de aanwezigheid van minimaal één extern bestuurslid in de RvB een modererende rol speelt. De onderliggende veronderstelling was dat externen door hun afstand tot de familie, objectiviteit en professionele ervaring in staat zouden zijn irrationeel gedrag, zoals 'commitment escalation', te doorbreken (Woods et al., 2012). Uit de regressieanalyse bleek uiteindelijk geen significant verband af te leiden. De aanwezigheid van een extern bestuurslid in de RvB van familiebedrijven versterkte het verband tussen ROA en liquidatie-intentie niet. Ook de subgroepanalyse en robuustheidstest bevestigen deze bevinding, aangezien in geen van beide gevallen significante interactie-effecten konden worden vastgesteld.

Dit resultaat wijkt af van de literatuur die externe bestuurders vaak een disciplinerend of professionaliserend effect toeschrijft, maar sluit meer aan bij kritische standpunten van alternatieve onderzoeken, die de mogelijkheid van externe bestuursleden om bijvoorbeeld de zogenoemde commitment escalation onder elke omstandigheid te doorbreken, in vraag stellen (Brunninge & Nordqvist, 2004; Licht, 2020). Deze bevindingen ondersteunen dus niet per se het idee om meer externe bestuursleden te betrekken bij strategische beslissingen zoals exit. Eerder ondersteunen deze bevindingen het idee dat het klassieke advies "maak de raad groter en zet er meer externe onafhankelijke bestuursleden in" soms werkt, maar lang niet altijd (Corbetta & Salvato, 2004).

Voor hypothese 3 werd nagegaan in hoeverre de controle door de eerste generatie bedrijfsleider, zowel op het vlak van eigendom als management, een wijziging teweegbrengt in de relatie tussen financiële bedrijfsprestaties en liquidatie-intentie. Initieel werd verwacht dat eerste generatie bedrijfsleiders emotioneel sterker verbonden waren met het bedrijf en daardoor mogelijk minder rationeel reageren op financiële achteruitgang (Munoz-Bullon et al., 2018). Net zoals in hypothese 2 kon ook hier geen significant modererend effect worden vastgesteld. Deze resultaten staan haaks op de veronderstelde rol van generatiedynamieken binnen familiebedrijven, maar suggereren dat de impact van generatiecontrole op exitbeslissingen minder rechtstreeks of contextafhankelijk is dan eerder gedacht.

Kortom, de resultaten voor hypothese 2 en hypothese 3 duiden mogelijk op een minder doorslaggevende rol van governance-elementen zoals externe bestuursleden of controle door de eerste generatie op het vlak van eigendom en management in de manier waarop familiebedrijven omgaan met prestatiegerelateerde exitbeslissingen, dan in de literatuur wordt verondersteld.

9.2 Praktische implicaties

De resultaten van dit onderzoek bieden enkele belangrijke concrete inzichten en handvaten voor beleid en begeleiding van familiebedrijven. Zo dienen familie-eigenaren zich scherp bewust te zijn van de financiële signalen, aangezien deze wel degelijk invloed hebben op de intentie van familie-eigenaren om het bedrijf te liquideren. Hoewel deze significantie zich niet volledig doortrekt tot elke analyse, blijft het negatieve verband, voor het verschil tussen de jaren 2021 en 2022, wel overeind.

Voor familieondernemers is het van groot belang om financiële prestaties op een systematische en objectieve manier te monitoren, vooral tijdens overdrachtsperiodes. In de praktijk gebeurt het echter dat tegenvallende resultaten te laat worden opgemerkt, bijvoorbeeld wanneer familiale of emotionele

overwegingen zwaarder wegen dan zakelijke argumenten. Wie te lang wacht om in te grijpen bij negatieve evoluties, en zich mogelijk laat beïnvloeden door *commitment escalation*, waarbij men blijft vasthouden aan verlieslatende strategieën, verhoogt het risico op een ongewenste liquidatie. Tijdig reflecteren, evalueren en bijsturen is bijgevolg cruciaal om de bedrijfscontinuïteit te waarborgen.

Een bijkomend praktisch inzicht buiten de getoetste hypothesen is de opvallende kwetsbaarheid van micro-ondernemingen (<10 werknemers). Maar liefst 47 van de 48 familiebedrijven met een liquidatie-intentie vallen in deze categorie. Gezamenlijk stellen deze familiale micro-ondernemingen 234 werknemers tewerk. Dit toont aan dat, hoewel ze individueel als kleine spelers worden geklasseerd, hun collectieve economische impact aanzienlijk is. Hierdoor kunnen beleidsmakers zaken zoals het opvolgingsbeleid voor deze doelgroep vereenvoudigen, zodat het aantal intenties tot liquidatie van deze micro-ondernemingen afneemt.

9.3 Beperkingen & toekomstig onderzoek

Hoewel dit onderzoek enkele waardevolle inzichten oplevert over exitbeslissingen en meer specifieke liquidatie binnen familiebedrijven, zijn er enkele beperkingen waarover transparant gecommuniceerd dient te worden. Zo werden financiële prestaties uitsluitend gemeten aan de hand van de ROA-maatstaf, en over een beperkte periode (2021 – 2022). Hoewel deze minitrend een duidelijk beeld biedt van de recente prestatie-evolutie, geeft het geen volledig beeld van de financiële gezondheid van de respondenten.

Bijkomend verloopt exit zelden plotseling, maar is het doorgaans het resultaat van een geleidelijk proces waarin zowel financiële als strategische componenten een rol spelen (Wennberg & DeTienne, 2014). Andere financiële prestatie-indicatoren, zoals nettowinstmarge of omzetgroei, konden in dit onderzoek niet worden meegenomen, doordat een groot deel van de steekproef bestond uit micro-vennootschappen die rapporteren via het verkorte jaarrekeningschema. Toekomstig onderzoek kan baat hebben bij het gebruiken van alternatieve of gecombineerde financiële maatstaven, die over een langere periode worden gemeten, om zo het verband tussen financiële prestaties en liquidatie beter te begrijpen.

Daarnaast is het lage aantal observaties van liquidatie-intentie ten opzichte van de totale steekproef een belangrijke beperking die mogelijk de grootste reden kan zijn voor de niet-significante effecten bij hypothese 2 en hypothese 3. Hierdoor is deze afhankelijke variabele scheef verdeeld, hetgeen ook terug te vinden is in de lage EPV-waarden voor hypothese 2. Lage EPV-waarden verhogen de kans op overschatte of instabiele regressiecoëfficiënten. Dit beperkt de statistische kracht van het model, zeker bij het opnemen van meerdere onafhankelijke variabelen. Toekomstig onderzoek zou de opgestelde hypothesen kunnen toetsen op een grotere dataset met een hoger aantal liquidatie-intentie-events door bijvoorbeeld meerdere jaren van surveydata te combineren.

Verder richt deze studie zich uitsluitend op de intentie die bedrijfsleiders uiten om een toekomstige liquidatie uit te voeren. Of die intentie zich ook vertaalt in een effectieve exit, bleef buiten beschouwing. Toekomstig longitudinaal onderzoek zou dit verschil kunnen aantonen door de respondenten op een later

tijdstip opnieuw te bevragen of door het koppelen van publieke data over bedrijfsfaillissementen of vrijwillige ontbindingen.

Tot slot is de generaliseerbaarheid van dit onderzoek beperkt, aangezien de bevindingen van dit onderzoek tot stand kwamen uit data van louter Vlaamse familiebedrijven. Internationale vergelijkingen zouden kunnen uitwijzen in hoeverre de variabelen een meer significante invloed zouden kunnen uitoefenen op data van buitenlandse familiebedrijven, alsook in hoeverre de bevindingen landgebonden zijn.

9.4 Conclusie

Dit onderzoek toont aan dat een dalende rentabiliteit (ROA) tussen 2021 en 2022 bij Vlaamse familiebedrijven samenhangt met een hogere intentie tot liquidatie, vooral bij micro-ondernemingen. Deze relatie bleef echter niet overeind in de robuustheids- en subgroepanalyses en kan daarom niet zonder meer worden gegeneraliseerd. De aanwezigheid van externe onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur en de generatie die het familiebedrijf controleert bleken geen significante modererende rol te spelen. De bevindingen onderstrepen het belang van financiële prestaties als voorspeller van strategische exitbeslissingen, maar geven ook aan dat governancefactoren in deze context minder doorslaggevend zijn dan aanvankelijk verwacht.

10. Literatuurlijst

- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational behavior and human decision processes*, 50(2), 179–211.
- Akhter, N., Sieger, P., & Chirico, F. (2016). If we can't have it, then no one should: Shutting down versus selling in family business portfolios. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 10(4), 371–394.
- Alchian, A. A. (1950). Uncertainty, evolution, and economic theory. *Journal of political economy*, 58(3), 211–221.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589–609.
- Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The journal of finance*, 39(4), 1067–1089.
- Balcaen, S., Manigart, S., Buyze, J., & Ooghe, H. (2012a). Firm exit after distress: differentiating between bankruptcy, voluntary liquidation and M&A. *Small Business Economics*, 39(4), 949–975.
- Balcaen, S., Manigart, S., Buyze, J., & Ooghe, H. (2012b). Firm exit after distress: differentiating between bankruptcy, voluntary liquidation and M&A. *Small Business Economics*, 39, 949–975.
- Balcaen, S., Manigart, S., & Ooghe, H. (2011). From distress to exit: determinants of the time to exit. *Journal of Evolutionary Economics*, 21(3), 407–446.
- Battisti, M., & Okamuro, H. (2010). Selling, passing on or closing? Determinants of entrepreneurial intentions on exit modes. *Determinants of Entrepreneurial Intentions on Exit Modes (November 18, 2010)*. Massey U. College of Business Research Paper Paper(27).
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71–111.
- Bernstein, S., Colonnelli, E., Giroud, X., & Iverson, B. (2019). Bankruptcy spillovers. *Journal of Financial Economics*, 133(3), 608–633.
- 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.
- 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.
- Biggs, E. L. (2004). CEO succession planning: An emerging challenge for boards of directors. *Academy of Management Perspectives*, 18(1), 105–107.
- Birdthistle, N., & Hales, R. (2023). The meaning of a family business and why they are important to economies. In *Attaining the 2030 Sustainable Development Goal of Gender Equality* (pp. 13–24). Emerald Publishing Limited.
- Botero, I. C., Cruz, C., Massis, A. D., & Nordqvist, M. (2015). Family business research in the European context. *European Journal of International Management*, 9(2), 139–159.

- 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.
- Brüderl, J., Preisendörfer, P., & Ziegler, R. (1992). Survival chances of newly founded business organizations. *American sociological review*, 227–242.
- Brunninge, O., & Nordqvist, M. (2004). Ownership structure, board composition and entrepreneurship: evidence from family firms and venture-capital-backed firms. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 10(1/2), 85–105.
- Casey, C. J., Bibeault, D., & Altman, E. I. (1984). Corporate financial distress: A complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy. *Journal of Business Strategy (pre-1986)*, 5(000001), 102.
- Casillas, J. C., Moreno, A. M., & Barbero, J. L. (2010). A configurational approach of the relationship between entrepreneurial orientation and growth of family firms. *Family business review*, 23(1), 27–44.
- Cefis, E., Bettinelli, C., Coad, A., & Marsili, O. (2022). Understanding firm exit: a systematic literature review. *Small Business Economics*, 59(2), 423–446.
- Ceysens, P. (2008). *Witboek Familiebedrijven* Vlaamse overheid Retrieved from <https://publicaties.vlaanderen.be/view-file/4916>
- Chang, S. J. (1996). An evolutionary perspective on diversification and corporate restructuring: entry, exit, and economic performance during 1981–89. *Strategic management journal*, 17(8), 587–611.
- Chen, Y., Weston, J. F., & Altman, E. I. (1995). Financial distress and restructuring models. *Financial Management*, 57–75.
- 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., & Kellermanns, F. W. (2024). When does time enhance family firm performance? Examining family generation in control and family control dispersion through a mixed-gamble logic. *Long Range Planning*, 57(1), 102272.
- Chirico, F., Salvato, C., Byrne, B., Akhter, N., & Arriaga Múzquiz, J. (2018). Commitment escalation to a failing family business. *Journal of Small Business Management*, 56(3), 494–512.
- 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.
- Chrisman, J. J., Sharma, P., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2013). The influence of family goals, governance, and resources on firm outcomes. In (Vol. 37, pp. 1249–1261): Sage Publications Sage CA: Los Angeles, CA.
- Cooper, A. C., Folta, T., Gimeno-Gascon, J., & Woo, C. Y. (1992). ENTREPRENEURS'EXIT DECISIONS: THE ROLE OF THRESHOLD EXPECTATIONS. *Academy of Management Proceedings*,

- Corbetta, G., & Salvato, C. (2012). *Strategies for longevity in family firms: A European perspective*. Springer.
- Corbetta, G., & Salvato, C. A. (2004). The board of directors in family firms: one size fits all? *Family business review*, 17(2), 119–134.
- Coucke, K., Pennings, E., & Sleuwaegen, L. (2007). Employee layoff under different modes of restructuring: exit, downsizing or relocation. *Industrial and Corporate Change*, 16(2), 161–182.
- Couwenberg, O., & De Jong, A. (2008). Costs and recovery rates in the Dutch liquidation-based bankruptcy system. *European Journal of Law and Economics*, 26, 105–127.
- Cruz, C., & Nordqvist, M. (2007). Environmental factors and entrepreneurial orientation in family business: A generational perspective. 3rd Workshop on Family Firms Management Research, Jonkoping, Sweden,
- Cruz, C., & Nordqvist, M. (2012). Entrepreneurial orientation in family firms: A generational perspective. *Small Business Economics*, 38, 33–49.
- Cruz, C. C., Gómez-Mejía, L. R., & Becerra, M. (2010). Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms. *Academy of management Journal*, 53(1), 69–89.
- Davis, J. A., Hampton, M. M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Harvard Business Press.
- Davis, P. S., & Harveston, P. D. (1998). The influence of family on the family business succession process: A multi-generational perspective. *Entrepreneurship theory and practice*, 22(3), 31–53.
- 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.
- De Vries, M. F. K. (1993). The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news. *Organizational dynamics*, 21(3), 59–71.
- Declercq, M. DE IMPACT VAN EEN RAAD VAN ADVIES OP HET SUCCESSIEPROCES IN WEST-EN OOST-VLAAMSE FAMILIEBEDRIJVEN.
- Degmayr, M. (2024). "Whatever It Takes": Socioemotional Wealth and Endowment Preservation in Failing Family Firms. European Conference on Innovation and Entrepreneurship,
- 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(4), 351–374.
- 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.

- DeTienne, D. R., & Wennberg, K. (2013). Small business exit: Review of past research, theoretical considerations and suggestions for future research. *Forthcoming chapter in" Small businesses in a global economy: Creating and managing successful organizations"(edited by S. Newbert). Westport, CT: Praeger.*
- Doughty, K. C. (2000). *Francisco de Narváez at Tía: Selling the family business*. Harvard Business Review Press (China Case Studies).
- Dudek, M. (2016). A matter of family? An analysis of determinants of farm succession in Polish agriculture. *Studies in Agricultural Economics*, 118(2), 61–67.
- Friedman, M. (1953). *Essays in positive economics*. University of Chicago press.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2005). Outside directors in SME boards: a call for theoretical reflections. *Corporate Board: role, duties and composition*, 1(1), 28–37.
- García-Vidal, G., Sánchez-Rodríguez, A., Guzmán-Vilar, L., Pérez-Campdesuñer, R., & Martínez-Vivar, R. (2025). Toward Building Model of Business Closure Intention in SMEs: Binomial Logistic Regression. *Administrative Sciences*, 15(7), 240.
- Ghosh, C., Owers, J. E., & Rogers, R. C. (1991). The financial characteristics associated with voluntary liquidations. *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(6), 773–789.
- 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.
- Gomez-Mejia, L., Hoskisson, R., Makri, M., Sirmon, D., & Campbell, J. (2011). Innovation and the preservation of socioemotional wealth: The paradox of R&D investment in family controlled high technology firms. *Unpublished manuscript). Mays Business School, Texas A&M University.*
- 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., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of management Journal*, 44(1), 81–95.
- Granata, D. (2010). Sale: an alternative succession route for family firms.
- Heynen, P. (2023). Welke rol voor Belgische onafhankelijke bestuurders? *TRV/RPS*(2), 99–116.
- Hidayati, A., Soehadi, A. W., Hermawan, A., & Hartoyo, H. (2019). Successor-Related Factors Of Effective Intra-Family Succession: An Interpretative Phenomenological Analysis. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 17(4), 639–649.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of management Studies*, 37(2), 235–256.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of management review*, 28(3), 383–396.
- III, A. L. (2020). An examination of firm size on intra-family business succession. *International Journal of Family Business and Regional Development*, 1(1), 46–61.

- Ine Umans, Tensie Steijvers, & Laveren, E. (2019). Bedrijfsoverdracht in Vlaanderen 2019. 61.
- Jaffe, D. T., & Lane, S. H. (2004). Sustaining a family dynasty: Key issues facing complex multigenerational business-and investment-owning families. *Family business review*, 17(1), 81–98.
- Kellermanns, F. W., & Eddleston, K. A. (2006). Corporate entrepreneurship in family firms: A family perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 809–830.
- Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., Barnett, T., & Pearson, A. (2008). An exploratory study of family member characteristics and involvement: Effects on entrepreneurial behavior in the family firm. *Family business review*, 21(1), 1–14.
- Kim, E. H., & Schatzberg, J. D. (1987). Voluntary corporate liquidations. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 311–328.
- Koładkiewicz, 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.
- Kraiczy, N., & Kraiczy, N. (2013). Research on family firms–Definition, theories, and performance. *Innovations in Small and Medium-Sized Family Firms: An Analysis of Innovation Related Top Management Team Behaviors and Family Firm-Specific Characteristics*, 7–34.
- Kurta, E., Kammerlander, N. H., & Khoury, C. (2022). Should I sell part of my family firm? Exploring the drivers of a minority sale. *Journal of Family Business Management*, 13(4), 1147–1173.
- 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.
- Lansberg, I. (1988). The succession conspiracy. *Family business review*, 1(2), 119–143.
- Le Breton–Miller, I., & Miller, D. (2013). Socioemotional wealth across the family firm life cycle: A commentary on “Family Business Survival and the Role of Boards”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1391–1397.
- Lemmon, M. L., Ma, Y.-Y., & Tashjian, E. (2009). Survival of the fittest? Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11. Third Singapore International Conference on Finance,
- Licht, A. N. (2020). My Creditor's Keeper: Escalation of Commitment and Custodial Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency. *Wash. UL Rev.*, 98, 1731.
- Ling, Y., & Kellermanns, F. W. (2010). The effects of family firm specific sources of TMT diversity: The moderating role of information exchange frequency. *Journal of management Studies*, 47(2), 322–344.
- Lockamy, A., Carson, C. M., & Lohrke, F. T. (2016). An evaluation of key determinants preventing intra-family business succession. *Journal of Family Business Management*, 6(1).
- Madhani, P. M. (2017). Diverse Roles of Corporate Board: A Review of Various Corporate Governance Theories. *IUP Journal of Corporate Governance*, 16(2).
- Martin, C., Martin, L., & Mabbett, A. (2002). *SME ownership succession: Business support and policy implications*. SBS Research Directorate Sheffield.

- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2006). After the exit: Acquisitions, entrepreneurial recycling and regional economic development. *Regional studies*, 40(1), 55–73.
- Miller, D., Steier, L., & Le Breton-Miller, I. (2003). Lost in time: Intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of business venturing*, 18(4), 513–531.
- Miller, K. D., & Reuer, J. J. (1996). Measuring organizational downside risk. *Strategic management journal*, 17(9), 671–691.
- Minichilli, A., Nordqvist, M., Corbetta, G., & Amore, M. D. (2014). CEO succession mechanisms, organizational context, and performance: A socio-emotional wealth perspective on family-controlled firms. *Journal of management Studies*, 51(7), 1153–1179.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433–443.
- Molz, R. (1985). BOARD OF DIRECTORS: The role of the Board of Directors: Typologies of interaction. *Journal of Business Strategy*, 5(4), 86–93.
- Monks, R. A., & Minow, N. (2011). *Corporate governance*. John Wiley & Sons.
- Moreno-Gené, J., & Gallizo, J. L. (2021). Intergenerational differences in family business management and their influence on business profitability. *Sustainability*, 13(12), 6979.
- Munoz-Bullon, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Suárez-González, I. (2018). Diversification decisions among family firms: The role of family involvement and generational stage. *BRQ Business Research Quarterly*, 21(1), 39–52.
- Muñoz-Bullón, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Velasco, P. (2024). Exploring the link between family ownership and leverage: a mediating pathway through socioemotional wealth objectives. *Review of Managerial Science*, 18(11), 3203–3252.
- Nguyen, B. H., Pham, N. B. Q., & Do, T. H. H. (2023). Determinants of SMEs liquidation: board heterogeneity and applicability of survival models. *Studies in Economics and Finance*, 40(1), 138–154.
- O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & quantity*, 41(5), 673–690.
- Palm, M. D., Diaz-Moriana, V., & Kammerlander, N. (2024). Restructuring of Poorly Performing Family-Owned Portfolio Firms: The Role of Socioemotional Wealth. *Family business review*, 37(2), 267–291.
- Peduzzi, P., Concato, J., Kemper, E., Holford, T. R., & Feinstein, A. R. (1996). A simulation study of the number of events per variable in logistic regression analysis. *Journal of clinical epidemiology*, 49(12), 1373–1379.
- Platt, H., & Platt, M. (2012). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65(8), 1139–1143.
- Podobnik, B., Horvatic, D., Petersen, A. M., Urošević, B., & Stanley, H. E. (2010). Bankruptcy risk model and empirical tests. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 107(43), 18325–18330.

- Pongelli, C., Sciascia, S., & Minola, T. (2019). Do we really want to cut out the deadwood? Family-centered noneconomic goals, restructuring aversion, and escalation of commitment. *The Palgrave handbook of heterogeneity among family firms*, 485–505.
- 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.
- Salvato, C. (2004). Predictors of entrepreneurship in family firms. *The Journal of Private Equity*, 68–76.
- Salvato, C., Chirico, F., & Sharma, P. (2010a). A farewell to the business: Championing exit and continuity in entrepreneurial family firms. *Entrepreneurship & regional development*, 22(3-4), 321–348.
- Salvato, C., Chirico, F., & Sharma, P. (2010b). Understanding exit from the founder's business in family firms. In *Entrepreneurship and family business* (Vol. 12, pp. 31–85). Emerald Group Publishing Limited.
- Santarelli, E., & Lotti, F. (2005). The survival of family firms: The importance of control and family ties. *International Journal of the Economics of Business*, 12(2), 183–192.
- 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.
- 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.
- Sieben, I., & Linssen, L. (2009). Logistische regressie analyse: een handleiding. *Geraadpleegd via www.ru.nl/publish/pages/525898/logistischeregressie.pdf*.
- Sleesman, D. J., Lennard, A. C., McNamara, G., & Conlon, D. E. (2018). Putting escalation of commitment in context: A multilevel review and analysis. *Academy of Management Annals*, 12(1), 178–207.
- Stewart, A., & Hitt, M. A. (2012). Why can't a family business be more like a nonfamily business? Modes of professionalization in family firms. *Family business review*, 25(1), 58–86.
- Suess-Reyes, J. (2017). Understanding the transgenerational orientation of family businesses: the role of family governance and business family identity. *Journal of Business Economics*, 87, 749–777.
- Sullivan, M. J., Crutchley, C. E., & Johnson, D. J. (1997). Motivation for voluntary corporate liquidations: Distress, agency conflicts, and shareholder gain. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 3–18.
- Swab, R. G., Sherlock, C., Markin, E., & Dibrell, C. (2020). "SEW" what do we know and where do we go? A review of socioemotional wealth and a way forward. *Family business review*, 33(4), 424–445.
- 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.

- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family business review*, 9(2), 199–208.
- Vittinghoff, E., & McCulloch, C. E. (2007). Relaxing the rule of ten events per variable in logistic and Cox regression. *American journal of epidemiology*, 165(6), 710–718.
- Ward, J. (2016). *Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership*. Springer.
- 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.
- Willy, S. (2017). Analysis of financial ratios to measure the company's performance in the sectors of consumer goods at Pt. Nippon Indosari Corpindo, Tbk and Pt. Mayora Indah, Tbk. *International Journal of Business and Economic Affairs*, 2(1).
- Winter Jr, S. G. (1964). *Economic'natural selection'and the theory of the firm*. Yale University.
- Woods, J. A., Dalziel, T., & Barton, S. L. (2012). Escalation of commitment in private family businesses: The influence of outside board members. *Journal of Family Business Strategy*, 3(1), 18–27.
- Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2012). Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control. *Organization science*, 23(3), 851–868.