



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

### ***Masterthesis***

***De impact van overname op bedrijfsprestaties in Vlaanderen: De modererende invloed van de Raad van bestuur, het familiaal karakter en post-overname personeelsweerstand***

### **Martijn Lenaers**

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

### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Nadine LYBAERT

### **BEGELEIDER :**

Mevrouw Hanne KREEMERS



**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***

***De impact van overname op bedrijfsprestaties in Vlaanderen: De modererende invloed van de Raad van bestuur, het familiaal karakter en post-overname personeelsweerstand***

### **Martijn Lenaers**

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

### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Nadine LYBAERT

### **BEGELEIDER :**

Mevrouw Hanne KREEMERS



## **Woord vooraf**

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Handelswetenschappen, afstudeerrichting Accountancy, Fiscaliteit en Finance, aan de Universiteit Hasselt. Het academiejaar 2024–2025 betekende voor mij niet enkel het einde van een belangrijke fase, maar ook het hoogtepunt van een boeiend leertraject.

Dankzij deze masterproef kreeg ik de kans om me te verdiepen in het thema van overnames en bedrijfsprestaties, een domein dat me steeds heeft geboeid. Tijdens dit traject heb ik mijn analytisch vermogen, onderzoeksvaardigheden en kritische blik steeds verder kunnen ontwikkelen. Het was een uitdagend maar bijzonder verrijkend proces waarin ik veel heb bijgeleerd, zowel inhoudelijk als op persoonlijk vlak.

Graag wil ik van deze gelegenheid gebruik maken om enkele mensen te bedanken. In de eerste plaats ben ik mijn promotor, prof. dr. Nadine Lybaert, en co-promotor, mevr. Hanne Kreemers, bijzonder dankbaar voor hun begeleiding, waardevolle feedback en ondersteuning tijdens het schrijven van deze thesis. Hun expertise en betrokkenheid vormden een belangrijke houvast in elke fase van het proces.

Daarnaast wil ik mijn familie en vrienden bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun en motiverende woorden. Ze waren altijd een luisterend oor, niet alleen tijdens het schrijven van dit werk, maar gedurende mijn hele opleiding.

Tot slot wens ik u als lezer veel leesplezier en hoop ik dat dit werk bijdraagt aan het verder inzichtelijk maken van het onderzoeksdomein.

Martijn Lenaers

Hasselt, mei 2025



## Samenvatting

In deze masterproef werd onderzocht of Vlaamse bedrijven die tussen 2018 en 2023 een overname uitvoerden, nadien betere prestaties boekten dan bedrijven die dat niet deden. Deze bedrijfsprestaties werden gemeten aan de hand van de Return on Assets (*ROA*), een veelgebruikte indicator voor de efficiëntie waarmee bedrijven hun middelen inzetten om winst te genereren. Aangezien overnames vaak strategisch worden ingezet om groei en efficiëntie te realiseren, is het relevant om na te gaan of deze ingrepen daadwerkelijk leiden tot betere operationele prestaties.

Naast deze hoofdvraag werd ook onderzocht in welke mate drie contextuele factoren invloed uitoefenen op het effect van overnames op de prestaties. De aanwezigheid van een Raad van Bestuur, het familiaal karakter en post-overname personeelsweerstand werden geselecteerd omdat ze in de literatuur telkens als belangrijke moderatoren worden beschouwd in de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.

De aanwezigheid van een actieve Raad van Bestuur wordt vaak gelinkt aan betere strategische besluitvorming, toezicht en opvolging van cruciale transacties zoals overnames. Vanuit de agency-theorie wordt aangenomen dat een Raad van Bestuur de belangen van aandeelhouders bewaakt en kan corrigeren wanneer het management suboptimale beslissingen neemt (Bendickson et al., 2016). Er werd daarom verwacht dat bedrijven met een dergelijke bestuursstructuur meer waarde zouden halen uit een overname dan bedrijven zonder formele raad.

Het familiaal karakter werd onderzocht vanuit het SEW-raamwerk. Volgens deze theorie streven familiegeleide bedrijven naast economische waarde ook naar het behoud van controle, identiteit en continuïteit. Hierdoor worden ze vaak gekenmerkt door een meer behoudende strategie en terughoudendheid tegenover risico's (Berrone et al., 2012). De verwachting was dan ook dat familiegeleide bedrijven minder ver zouden gaan in het integreren en benutten van overname-opportunities, wat zou leiden tot een zwakkere prestatieverbetering na overnames.

Ten derde werd ook post-overname personeelsweerstand als mogelijke moderator onderzocht aan de hand van het SIMOC-model. Dit model stelt dat overnames vaak grote verandering met zich meebrengen, wat bij werknemers kan leiden tot onzekerheid of verzet (Mühlemann et al., 2022). Deze weerstand kan het integratieproces bemoeilijken en zo ook de impact op prestaties negatief beïnvloeden.

Voor dit onderzoek werd gebruikgemaakt van een dataset met gegevens van 195 Vlaamse bedrijven, waarvan 55 bedrijven minstens één overname uitvoerden tussen 2018 en 2023. Om prestaties tussen beide groepen te kunnen vergelijken, werd aan de niet-overnemende bedrijven een fictief overnamejaar toegekend, gebaseerd op het gemiddelde overnamejaar in de dataset (2020). Dit maakte het mogelijk om voor alle bedrijven de *ROA* te analyseren vanaf een gelijkaardige post-periode.

Uit de analyses bleek echter dat er geen statistisch significant verband kon worden vastgesteld tussen het uitvoeren van een overname en betere bedrijfsprestaties. De resultaten tonen aan dat bedrijven die een overname uitvoerden gemiddeld genomen geen hogere *ROA* realiseerden dan bedrijven die dat niet deden. Een mogelijke verklaring ligt in de beperkte tijdshorizon van het onderzoek. Literatuur

van onder meer Ismail et al. (2011), Megginson et al. (2003) en Andre et al. (2004) wijst erop dat positieve effecten van overnames zich vaak pas na meerdere jaren manifesteren. Integratieprocessen vergen tijd, en de voordelen zoals schaalvoordelen, synergieën en kennisdeling komen meestal pas op middellange tot lange termijn tot uiting.

Ook voor de moderatoren kon geen statistisch significante invloed worden vastgesteld. Zo bleek de aanwezigheid van een Raad van Bestuur geen versterkend effect te hebben op de relatie tussen overname en prestaties. Dit kan mogelijk verklaard worden door de aard van de raden van bestuur in veel Vlaamse bedrijven, die vaak klein zijn of familiaal van samenstelling. Zoals Field en Mkrtchyan (2017) en Tampakoudis et al. (2018) aangeven, is het niet de aanwezigheid op zich, maar de ervaring, onafhankelijkheid en strategische kwaliteit van een Raad van Bestuur die de impact bepalen. In de context van familiegeleide bedrijven, die sterk vertegenwoordigd zijn in de steekproef, is het mogelijk dat formele raden minder invloed uitoefenen of minder onafhankelijk opereren, waardoor hun effect moeilijk meetbaar is.

Het familiaal karakter toonde wel een negatieve coëfficiënt, zoals verwacht op basis van de SEW-theorie, maar deze was niet significant. Een belangrijke nuance hierbij is dat familiegeleide ondernemingen een erg diverse groep vormen. Zoals Worek (2017) stelt, verschilt de mate van familiale betrokkenheid sterk van bedrijf tot bedrijf. Sommige zijn volledig familiaal geleid, anderen zijn slechts gedeeltelijk in handen van de familie. Deze interne heterogeniteit kan ervoor zorgen dat het verwachte effect verwatert en moeilijk te detecteren is met één algemene variabele. Toekomstig onderzoek kan hierop inspelen door meer gedetailleerde segmentaties te maken binnen de groep familiegeleide bedrijven.

Tot slot werd ook het effect van post-overname personeelsweerstand onderzocht. De verwachting was dat weerstand het integratieproces zou bemoeilijken, wat tot lagere prestatieverbeteringen zou leiden. Hoewel dit theoretisch goed onderbouwd is, werd in dit onderzoek geen negatief effect vastgesteld. Een verklaring hiervoor kan zijn dat het aantal bedrijven dat expliciet personeelsweerstand rapporteerde (slechts 12) te laag was om betrouwbare uitspraken te doen. Daarnaast suggereren Appelbaum et al. (2017) en Horton et al. (2024) dat weerstand niet per se nadelig hoeft te zijn, mits het goed wordt gemanaged. Vlaamse bedrijven, die vaak informeel georganiseerd zijn, zouden beter in staat kunnen zijn om snel in te spelen op dergelijke dynamieken, wat de negatieve impact beperkt.

Samengevat laat deze masterproef zien dat overnames op zich geen garantie zijn voor prestatieverbetering op korte termijn, en dat contextuele factoren zoals governance, cultuur en personeelsdynamiek complexer zijn dan eenvoudig te vangen in een regressiemodel. Hoewel de hypotheses niet significant werden bevestigd, bieden de resultaten waardevolle inzichten in hoe Vlaamse bedrijven omgaan met overnames en waar verdere verdieping mogelijk is. Zowel op methodologisch vlak (bv. het gebruik van een fictief overnamejaar) als inhoudelijk (bv. het in kaart brengen van moderatoren) levert dit onderzoek een bijdrage aan het bredere debat rond waardecreatie na overnames. Verdere studies met langere observatieperioden, grotere steekproeven en meer verfijnde variabelen kunnen deze inzichten verder uitdiepen.

## Inhoud

|       |                                                                                      |    |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1     | Inleiding.....                                                                       | 1  |
| 2     | Literatuurstudie.....                                                                | 3  |
| 2.1   | Bedrijfsovernames.....                                                               | 3  |
| 2.2   | De relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.....                                | 4  |
| 2.3   | De moderatoren die de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties beïnvloeden..... | 6  |
| 2.3.1 | De modererende impact van de Raad van Bestuur .....                                  | 7  |
| 2.3.2 | De modererende impact van het familiaal karakter.....                                | 8  |
| 2.3.3 | De modererende impact van werknemersweerstand.....                                   | 10 |
| 3     | Data en variabelen.....                                                              | 13 |
| 3.1   | Inleiding Data .....                                                                 | 13 |
| 3.2   | Variabelen .....                                                                     | 13 |
| 3.2.1 | Afhankelijke variabele .....                                                         | 13 |
| 3.2.2 | Onafhankelijke variabele.....                                                        | 14 |
| 3.2.3 | Moderatorvariabelen.....                                                             | 15 |
| 3.2.4 | Controlevariabelen .....                                                             | 15 |
| 4     | Beschrijvende statistieken .....                                                     | 17 |
| 4.1   | De variabelen.....                                                                   | 17 |
| 4.2   | Beschrijving van de steekproef.....                                                  | 18 |
| 4.3   | Moderatoren .....                                                                    | 20 |
| 5     | Empirische resultaten.....                                                           | 21 |
| 5.1   | Hypothese 1 .....                                                                    | 21 |
| 5.2   | Hypothese 2 .....                                                                    | 22 |
| 5.3   | Hypothese 3 .....                                                                    | 22 |
| 5.4   | Hypothese 4 .....                                                                    | 23 |
| 5.5   | Robuustheidstest.....                                                                | 24 |
| 5.5.1 | Hypothese 1.....                                                                     | 25 |
| 5.5.2 | Hypothese 2.....                                                                     | 25 |
| 5.5.3 | Hypothese 3.....                                                                     | 25 |
| 5.5.4 | Hypothese 4.....                                                                     | 26 |
| 6     | Conclusie.....                                                                       | 27 |
| 6.1   | Discussie .....                                                                      | 27 |
| 6.1.1 | Hypothese 1: Relatie tussen overname en bedrijfsprestaties .....                     | 27 |
| 6.1.2 | Hypothese 2: Modererende rol van een Raad van Bestuur .....                          | 28 |
| 6.1.3 | Hypothese 3: Modererende invloed van het familiaal karakter .....                    | 28 |
| 6.1.4 | Hypothese 4: Modererende invloed van post-overname personeelsweerstand.....          | 29 |
| 6.2   | Contributie .....                                                                    | 30 |
| 6.3   | Beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek .....                            | 31 |
| 7     | Referentielijst.....                                                                 | 33 |





## Lijst met tabellen

|                                                                                                   |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabel 1: Variabelen .....                                                                         | 16 |
| Tabel 2: Gemiddelden zonder winsorizing .....                                                     | 17 |
| Tabel 3: Gemiddelden met winsorizing .....                                                        | 18 |
| Tabel 4: Beschrijving van de steekproef - algemeen.....                                           | 18 |
| Tabel 5: Beschrijving steekproef – bedrijven met overnameactiviteiten .....                       | 19 |
| Tabel 6: Nieuwe verdeling controlevariabele sectoractiviteit – gehele steekproef .....            | 19 |
| Tabel 7: Nieuwe verdeling controlevariabele sectoractiviteit – bedrijven met overnameactiviteiten | 19 |
| Tabel 8: Moderatorstatistieken - bedrijven met overnameactiviteiten .....                         | 20 |
| Tabel 9: Regressieanalyse H1.....                                                                 | 21 |
| Tabel 10: Regressieanalyse H2 .....                                                               | 22 |
| Tabel 11: Regressieanalyse H3 .....                                                               | 23 |
| Tabel 12: Regressieanalyse H4 .....                                                               | 24 |
| Tabel 13: Robuustheidstest H1 .....                                                               | 25 |
| Tabel 14: Robuustheidstest H2 .....                                                               | 25 |
| Tabel 15: Robuustheidstest H3 .....                                                               | 26 |
| Tabel 16: Robuustheidstest H4 .....                                                               | 26 |

## Lijst met figuren

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| Figuur 1: Onderzoeksmodel ..... | 12 |
|---------------------------------|----|



## 1 Inleiding

Overnames worden wereldwijd ingezet als strategische middelen waarmee bedrijven hun groeiambities en algemene prestaties willen versterken (Ismail et al., 2011). Ze stellen organisaties in staat om efficiënter te opereren door het realiseren van synergieën en schaalvoordelen (Ismail et al., 2011). Daarnaast bieden overnames kansen om de marktpositie te versterken, de activiteiten te diversifiëren en toegang te krijgen tot waardevolle kennis en technologie die anders moeilijk intern te ontwikkelen zouden zijn (Wernerfelt, 1984).

Een voorbeeld van een succesvolle overname is deze van het fintechbedrijf iBanFirst, dat in 2023 de Londense FX-provider Cornhill overnam. Deze internationale overname bood iBanFirst niet alleen directe toegang tot een nieuwe klantenbasis in het Verenigd Koninkrijk, maar stelde het bedrijf ook in staat om zijn bestaande technologische infrastructuur op grotere schaal te benutten. Dit leidde tot verhoogde efficiëntie, gestegen operationele marges en een verbeterde klantervaring (PwC Belgium, 2023). De integratie van Cornhill versterkte bovendien de innovatiecapaciteit van iBanFirst, doordat complementaire expertise en systemen werden samengebracht binnen één organisatie (PwC Belgium, 2023). Deze case toont aan dat Vlaamse bedrijven weldegelijk in staat zijn om overnames strategisch te benutten en om tastbare prestatieverbeteringen te realiseren.

Toch blijkt uit bestaande literatuur dat niet elke overname resulteert in positieve bedrijfsprestaties. Sommige bedrijven slagen erin om winst, omzetgroei en werkgelegenheid te verhogen, terwijl anderen te maken krijgen met integratieproblemen, culturele verschillen of een gebrek aan strategische afstemming (Hussinger & Issah, 2019). Dit suggereert dat de impact van overnames op bedrijfsprestaties afhankelijk is van een reeks contextuele factoren. Bijgevolg wordt beoogd om de impact van moderatoren te onderzoeken.

De moderatoren die in dit onderzoek onderzocht worden zijn: de aanwezigheid van een Raad van Bestuur, het familiaal karakter en de mate personeelsweerstand na de overname. De selectie van de drie moderatoren is niet toevallig. Ze zijn zorgvuldig gekozen op basis van hun theoretische relevantie en hun empirisch belang binnen de Vlaamse bedrijfscontext. Bovendien sluiten ze nauw aan bij actuele uitdagingen waarmee bedrijven worden geconfronteerd bij de uitvoering van overnames. In Vlaanderen is een aanzienlijk deel van het bedrijfslandschap opgebouwd uit familiebedrijven en KMO's, waarbij bestuursstructuren, cultuur en personeel vaak sterk verweven zijn met de identiteit van het bedrijf. Hierdoor is de kans groot dat deze factoren een aanzienlijke invloed uitoefenen op de groei uit overname en de bedrijfsprestaties.

Voor de eerste moderator in het onderzoek wordt verwacht dat bedrijven met een actieve Raad van Bestuur beter in staat zijn om overnames succesvol te integreren en meer waarde te genereren uit dergelijke transacties. Vanuit de *Agency theory* wordt aangenomen dat een goed functionerende Raad van Bestuur toezicht houdt op strategische beslissingen, belangenconflicten beperkt en bijdraagt aan betere besluitvorming (Jensen & Meckling, 1976).

Ten tweede wordt onderzocht of het familiaal karakter van een bedrijf een negatieve modererende invloed uitoefent op de relatie tussen overname en de bedrijfsprestaties. Op basis van de socio-emotional Wealth (SEW)-theorie wordt verwacht dat familiebedrijven, of familiegeleide bedrijven,

terughoudender opereren bij overnames en minder geneigd zijn om radicale integratie- en veranderingsprocessen door te voeren (Debicki et al., 2016). Hoewel familiegeleide bedrijven vaak streven naar langetermijnstabiliteit, kan hun focus op behoud van controle, familiewaarden en identiteit leiden tot suboptimale integratiestrategieën en gemiste kansen op het realiseren van schaalvoordelen of synergieën (Defrancq et al., 2016). Daarom wordt verwacht dat familiegeleide bedrijven minder profiteren van overnames, wat resulteert in een zwakkere positieve relatie tussen overname en prestaties.

Ten derde wordt verwacht dat personeelsweerstand na de overname een negatieve modererende impact zal hebben op de hoofdrelatie. Overnames gaan vaak gepaard met organisatorische en culturele veranderingen, wat gevoelens van onzekerheid en verlies van professionele identiteit kan opwekken bij werknemers (Horton et al., 2024). In organisaties waar deze weerstand hoog is, wordt verwacht dat de integratieprocessen trager en minder efficiënt verlopen (Horton et al., 2024). Dit resulteert in lagere operationele prestaties, hoger personeelsverloop en verminderde motivatie. Dit effect wordt vermoedelijk sterker in kleinere organisaties waar de verbondenheid van werknemers met het bedrijf groter is en de impact van verandering persoonlijker wordt ervaren.

Hoewel verschillende studies de impact van deze moderatoren op overnames onderzoeken, blijft het onduidelijk wanneer dit effect zich voordoet toegespitst op de context voor Vlaamse bedrijven. Dit onderzoek beoogt deze leemte in de literatuur op te vullen door, binnen de context van Vlaamse bedrijven, specifiek in te gaan op de invloed van de drie bovengenoemde moderatoren. De centrale vraag binnen het onderzoek luidt: Wat is de impact van overname op bedrijfsprestaties in Vlaanderen en welke modererende invloed spelen de Raad van Bestuur, het familiaal karakter en post-overname personeelsweerstand? Het onderzoek maakt gebruik van empirische data uit een bevraging van de Antwerp Management School. De vragenlijst verdiepte zich in de bedrijfskenmerken en overnameactiviteiten van respondenten in Vlaanderen. De financiële gegevens werden geraadpleegd uit de Belfirst database en betrokken een periode van 2018 tot en met 2023.

Het onderzoek zorgde echter voor enkele waardevolle bijdragen, al toonden de resultaten aan dat de verwachte positieve impact van overname op bedrijfsprestaties in Vlaamse bedrijven niet statistisch significant bevestigd kon worden. Ook de drie onderzochte moderatoren bleken geen significante invloed uit te oefenen op de relatie tussen overname en prestaties. Toch levert deze masterproef een betekenisvolle bijdrage. Enerzijds biedt ze empirisch inzicht in hoe Vlaamse bedrijven omgaan met overnames en welke rol interne organisatiekenmerken daarbij mogelijk spelen. Anderzijds benadrukken de resultaten dat de relatie tussen overnames en prestaties minder eenduidig is dan vaak wordt aangenomen, en dat contextuele factoren zoals bedrijfscultuur, structuur en tijdshorizon hierin een grotere rol kunnen spelen dan initieel verondersteld.

Daarnaast biedt het onderzoek een methodologische bijdrage door het gebruik van een fictief overnamejaar bij controlegroepbedrijven, waardoor een uniforme analyse van post-overnameprestaties mogelijk werd. De uitgevoerde robuustheidstesten toonden aan dat de conclusies standhouden onder alternatieve aannames. Deze bevindingen openen bovendien de weg voor toekomstig onderzoek, dat zich kan richten op langere tijdshorizonten, grotere steekproeven en verfijnde meetinstrumenten om de complexiteit van overnameprocessen en hun impact op prestaties verder te ontrafelen binnen de Vlaamse bedrijfscontext.

## 2 Literatuurstudie

### 2.1 Bedrijfsovernames

Bedrijfsovernames, ook wel *Mergers & Acquisitions (M&A)* genoemd, zijn strategische transacties waarbij bedrijven worden samengevoegd of overgenomen met als doel allerlei voordelen te realiseren. Denk hierbij aan schaalvoordelen, marktexpansie, synergieën en kostenbesparingen (Ismail et al., 2011). Theoretisch gezien zijn *mergers en acquisitions* niet hetzelfde. Een *merger* (fusie) is een proces waarbij twee of meer bedrijven samensmelten en als een nieuwe entiteit verdergaan, terwijl een *acquisition* (overname) betekent dat één bedrijf een ander bedrijf overneemt en controle krijgt over de bedrijfsactiviteiten.

Bedrijfsovernames kunnen volgens Rozen-Bakher (2017) verder worden onderverdeeld op basis van hun doelstellingen en structuur. Een horizontale overname houdt in dat een bedrijf een concurrent uit dezelfde sector overneemt, met als voornaamste doel het vergroten van het marktaandeel en het realiseren van kostenvoordelen. Bij een verticale overname verwerft een onderneming een leverancier of distributeur, waardoor de toeleveringsketen beter gecontroleerd kan worden en transactiekosten dalen. Een conglomeraatovername daarentegen betreft de acquisitie van een onderneming uit een volledig andere sector, meestal met het oog op diversificatie en risicospreiding. In het geval van een *management buyout (MBO)* koopt het bestaande managementteam het bedrijf over van de huidige eigenaar. Tot slot spreekt men van een vijandige overname wanneer een onderneming wordt overgenomen zonder de instemming van het management of de aandeelhouders van het doelbedrijf (Rozen-Bakher, 2017).

*Resource-Based Theory (RBT)* benadrukt dat bedrijven overnames gebruiken om toegang te krijgen tot waardevolle hulpbronnen en zo een concurrentievoordeel te behalen (Das & Teng, 2000). De *RBT* stelt dat bedrijven een duurzaam concurrentievoordeel behalen wanneer ze beschikken over waardevolle, zeldzame, moeilijk te imiteren en niet-vervangbare middelen (Barney, 2001). Deze benadering vindt haar oorsprong in het werk van Wernerfelt (1984). Door middel van overnames kunnen ondernemingen deze middelen extern verwerven, vooral wanneer interne ontwikkeling te lang duurt of te kostbaar is (Barney et al., 2011). Bedrijfsovernames worden in de context van de *RBT* dan ook beschouwd als een strategie voor resource-acquisitie en -bundeling. Wanneer bedrijven groeien via overname, is het vaak omdat ze toegang willen krijgen tot specifieke capaciteiten of activa die essentieel zijn voor hun strategische positionering. Dit kan gaan om technologische innovaties, intellectueel eigendom, gespecialiseerde kennis of sterke marktposities. In sommige gevallen is een overname efficiënter dan organische groei, bijvoorbeeld wanneer het gaat om het verwerven van een strategische marktpositie of een bestaand distributienetwerk (Barney et al., 2011). Bovendien benadrukt *RBT* het belang van '*resource complementarity*' bij bedrijfsovernames: bedrijven die over aanvullende middelen en capaciteiten beschikken, kunnen meer waarde creëren wanneer zij worden samengevoegd, omdat ze synergieën kunnen realiseren die anders niet haalbaar zouden zijn (Harrison et al., 1991). De combinatie van deze middelen kan leiden tot verhoogde productiviteit, innovatie en concurrentiekracht in de sector (Barney et al., 2011).

Ten slotte spelen ook de integratieprocessen na een overname een cruciale rol binnen de *RBT*. De manier waarop middelen worden geïntegreerd en georkestreerd bepaalt in hoeverre het verworven

concurrentievoordeel daadwerkelijk wordt benut. Een succesvolle integratie vereist effectief resource management en strategische afstemming, om te voorkomen dat waardevolle activa verloren gaan of niet optimaal worden ingezet (Barney et al., 2011).

Hoewel bedrijfsovernames verschillende vormen kunnen aannemen en vanuit diverse strategische motieven worden geïnitieerd, is hun uiteindelijke doel doorgaans gericht op het verbeteren van de prestaties van de onderneming. Vanuit theoretisch perspectief, zoals de *RBT*, bieden overnames bedrijven de mogelijkheid om externe middelen en capaciteiten te verwerven die hen in staat stellen om duurzaam concurrentievoordeel te realiseren (Barney, 2001). De vraag blijft echter in welke mate deze groei via overnames daadwerkelijk resulteert in betere bedrijfsprestaties. In de volgende sectie wordt daarom dieper ingegaan op de relatie tussen overname en de gerealiseerde prestaties van ondernemingen.

## **2.2 De relatie tussen overname en bedrijfsprestaties**

Bedrijfsovernames worden wereldwijd ingezet als strategische instrumenten om bedrijfsprestaties te verbeteren en groeidoelstellingen te realiseren (Ismail et al., 2011). De literatuur biedt sterk theoretisch en empirisch bewijs dat bedrijven, indien strategisch goed uitgevoerd, aanzienlijke voordelen kunnen behalen door middel van overname. Een gunstige relatie tussen overname en betere bedrijfsprestaties manifesteert zich via synergieën, schaalvoordelen, diversificatie, technologische versterking en algemene verbeteringen in efficiëntie en winstgevendheid (Ismail et al., 2011).

Een van de meest besproken fundamenteën tussen overname en bedrijfsprestaties zijn operationele synergieën. Deze synergieën ontstaan wanneer de gezamenlijke waarde en prestaties van twee geïntegreerde bedrijven groter zijn dan de som van hun afzonderlijke delen (Ismail et al., 2011). Overnames bieden ondernemingen kansen om redundante processen te elimineren, administratieve en operationele functies samen te voegen en distributiekkanalen efficiënter te organiseren (Ismail et al., 2011). Dit resulteert doorgaans in significante kostenbesparingen en verbeterde operationele prestaties. Volgens Ismail et al. (2011) dragen dergelijke synergieën rechtstreeks bij aan een efficiëntere bedrijfsvoering, hogere winstgevendheid en een sterkere financiële positie, vooral wanneer dubbele functies en administratieve inefficiënties worden aangepakt.

Naast het realiseren van synergieën kan groeien door overname ook leiden tot meer schaalvoordelen (choi & Russel, 2004). Overnames bieden bedrijven de mogelijkheid hun productie- en distributiecapaciteiten te vergroten, waardoor ze hun vaste kosten kunnen spreiden over een groter productievolume. Dit resulteert in lagere gemiddelde kosten per eenheid (Choi & Russell, 2004). Deze schaalvoordelen zorgen niet alleen voor een verbeterde productiviteit, maar bieden ook betere inkoopvoorwaarden bij leveranciers dankzij grotere aankoopvolumes (Luypaert & Huyghebaert, 2009). Verder benadrukken Beverly et al. (2019) dat schaalvoordelen na een succesvolle integratie ook leiden tot verhoogde administratieve efficiëntie, zoals gestroomlijnde processen binnen HR, IT en financiële afdelingen.

Daarnaast bieden overnames ondernemingen de mogelijkheid om hun activiteiten te diversifiëren (Soyadı, 2019). Diversificatie verwijst naar de mate waarin bedrijven hun bedrijfsactiviteiten uitbreiden naar nieuwe producten, sectoren of geografische gebieden. Volgens Soyadı (2019) leidt

diversificatie door overname tot een bredere omzetbasis en risicospreiding, wat bedrijven helpt om beter bestand te zijn tegen sectorale en economische schommelingen. Bedrijven die zich diversifiëren via overnames hebben doorgaans een sterkere marktpositie en zijn minder kwetsbaar voor externe risico's, waardoor ze op lange termijn stabielere financiële resultaten kunnen realiseren (Soyadi, 2019). Ook Ramaswamy en Waagelein (2003) ondersteunen dit en voegen toe dat vooral overnames tussen bedrijven in verschillende industrieën (*industry-dissimilar mergers*) significante prestatieverbeteringen genereren, omdat zij mogelijkheden bieden om nieuwe kennis en middelen uit diverse sectoren te benutten.

Technologische versterking en innovatiekracht kunnen ook belangrijke voordelen zijn die worden gerealiseerd via overname. Bedrijven krijgen echter directe toegang tot waardevolle kennis, patenten, gespecialiseerde R&D-capaciteiten en expertise, die ze intern moeilijk of traag zouden kunnen ontwikkelen (Wernerfelt, 1984). Deze technologiegedreven overnames versnellen innovatieprocessen en verkorten de ontwikkeltijd van nieuwe producten, wat bijdraagt aan een duurzaam concurrentievoordeel en een sterkere positie in de markt. Volgens de *RBT* biedt het bundelen van unieke en moeilijk te imiteren middelen via overnames een strategische mogelijkheid om concurrentievoordelen te verkrijgen die op lange termijn moeilijk door concurrenten te repliceren zijn (Barney, 2001).

Empirisch onderzoek bevestigt de hoofdrelatie van deze studie door te tonen dat overnames daadwerkelijk resulteren in verbeterde financiële en operationele prestaties, mits de overname effectief wordt uitgevoerd. Zo vonden Ismail et al. (2011) dat succesvolle bedrijfsovernames kunnen leiden tot significante verbeteringen in accounting-gebaseerde indicatoren zoals *Return on Assets (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, en *Net Profit Margin (NPM)*. Zij benadrukken dat deze verbeteringen optreden wanneer bedrijven erin slagen om efficiëntie te realiseren door de duplicatie van middelen en processen te elimineren en strategische synergiën te benutten (Ismail et al., 2011). Deze bevindingen worden ook ondersteund door het onderzoek van Beverly et al. (2019), die aantoonde dat overnames bij 29 niet-financiële bedrijven op de Indonesische beurs leidden tot significante verbeteringen in financiële ratio's. Hun resultaten bevestigden dat *ROA*, *ROE* en *NPM* aanzienlijk toenamen in de periode na de overname, wat duidt op efficiënter kapitaalgebruik en verbeterde winstgevendheid. Zelfs wanneer overnames werden gefinancierd met een verhoogde schuldgraad, resulteerde dit niet in verslechterde prestaties, integendeel want door efficiëntieverbeteringen en winstgroei werden financiële indicatoren positief beïnvloed (Beverly et al., 2019). Ook Ramaswamy & Waagelein (2003) vonden vergelijkbare resultaten bij Amerikaanse bedrijven, waarbij kasstroomrendementen significant hoger waren na de overnames. Dit bevestigt opnieuw dat strategische overnametransacties, mits goed geïntegreerd, positieve financiële uitkomsten opleveren.

Deze bevindingen ondersteunen dat overnames kunnen bijdragen aan verhoogde waardecreatie en betere financiële prestaties op lange termijn. Ze bevestigen onze verwachting van een positief verband tussen overname en bedrijfsprestaties, mits bedrijven in staat zijn om integratie-uitdagingen te beheersen en verwachte synergiën te realiseren.

Op basis van bovenstaande argumenten, stellen we het volgende voor:



*Hypothese 1: Er is een positieve relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.*

Toch blijkt uit bestaande literatuur dat niet elke overname resulteert in positieve bedrijfsprestaties. Sommige bedrijven slagen erin om winst, omzetgroei en werkgelegenheid te verhogen, terwijl anderen te maken krijgen met integratieproblemen, culturele verschillen die leiden tot misverstanden of een gebrek aan strategische afstemming. Deze tegenstrijdige resultaten lijken te suggereren dat de impact van overnames op bedrijfsprestaties afhankelijk is van een reeks contextuele factoren.

### **2.3 De moderatoren die de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties beïnvloeden**

Hoewel er in de literatuur een toenemend aantal aanwijzingen bestaat voor een positief verband tussen overname en bedrijfsprestaties, blijkt dit effect niet uniform of vanzelfsprekend. In de praktijk blijkt het succes van een overname mede afhankelijk van een reeks modererende factoren die de uiteindelijke prestatie-impact beïnvloeden. Deze moderatoren bepalen in welke mate overnames resulteren in waardecreatie of en verklaren deels waarom vergelijkbare overnametransacties uiteenlopende resultaten opleveren.

Ook in de context van Vlaamse bedrijfsovernames is het essentieel om niet enkel de directe effecten van een overname te onderzoeken, maar ook te analyseren welke factoren deze relatie beïnvloeden. Dit onderzoek focust daarom op drie specifieke moderatoren die een doorslaggevende impact kunnen hebben op het uiteindelijke overnamesucces: de aanwezigheid van de Raad van Bestuur, het familiaal karakter van de overnemende onderneming en de mate van post-overname weerstand bij werknemers.

Ten eerste speelt de Raad van Bestuur (RvB) een sleutelrol in het begeleiden van strategische beslissingen zoals bedrijfsovernames (Bendickson et al., 2016). Binnen het kader van de *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976) fungeren onafhankelijke bestuurders als controlerende factor op het management, waarbij ze kunnen voorkomen dat persoonlijke belangen van managers de boventoon voeren bij investeringsbeslissingen (Bendickson et al., 2016). In Vlaanderen, waar veel ondernemingen een klassieke bestuursstructuur hanteren, is het daarom van belang om te onderzoeken in welke mate de aanwezigheid van een RvB deze relatie tussen overname en bedrijfsprestaties beïnvloeden.

Ten tweede speelt het familiaal karakter van de overnemende entiteit een belangrijke rol in de Vlaamse bedrijfsomgeving. Familiegeleide bedrijven maken een aanzienlijk deel uit van het Vlaamse ondernemingslandschap en zijn gekenmerkt door een specifieke langetermijnnoriëntatie, voorzichtig investeringsgedrag en het streven naar behoud van controle (Defrancq et al., 2016). De *Socio-emotional Wealth (SEW)* theorie biedt een verklaringskader voor dit gedrag en stelt dat niet-financiële doelstellingen zoals reputatie, intergenerationele opvolging en familiaal behoud bepalend kunnen zijn voor het strategisch handelen van deze bedrijven (Berrone et al., 2012). Deze SEW-oriëntatie beïnvloedt onder meer de aard van de overname, het integratieproces en de mate van waardecreatie, wat deze factor tot een relevante moderator maakt in de relatie tussen overname en prestatie.

Tot slot vormt weerstand bij werknemers in de *post-merger* fase een vaak onderschatte maar kritische factor bij het bepalen van het overnamesucces. Volgens het *Social Identity Model of Organizational Change (SIMOC)* is de mate waarin werknemers hun professionele identiteit kunnen

behouden of succesvol kunnen herschrijven na een overname bepalend voor hun betrokkenheid en prestaties (Mühlemann et al., 2022). Onzekerheid, cultuurverschillen en gebrek aan communicatie kunnen leiden tot verminderde motivatie, verhoogd personeelsverloop en lagere operationele efficiëntie (Appelbaum et al., 2017). In Vlaanderen, waar veel bedrijven sterk persoons- en cultuurgericht zijn, is het bijzonder relevant om deze menselijke dimensie als moderator op te nemen.

Deze drie moderatoren worden in de literatuur herhaaldelijk genoemd als bepalende elementen in het slagen of falen van overnames. In de Vlaamse bedrijfscontext, gekenmerkt door een hoge densiteit aan familiegeleide bedrijven, een traditionele bestuursstructuur en een sterke focus op menselijk kapitaal, is het dan ook bijzonder relevant om deze factoren te onderzoeken binnen het bredere kader van overnames en de impact op de prestaties.

### **2.3.1 De modererende impact van de Raad van Bestuur**

De Raad van Bestuur (RvB) fungeert als een essentieel governance-instrument binnen ondernemingen. Zijn aanwezigheid wordt in toenemende mate erkend als een kritieke succesfactor bij bedrijfsovernames. In het kader van deze studie wordt onderzocht in hoeverre de algemene aanwezigheid van een Raad van Bestuur een modererende invloed uitoefent op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.

Vanuit de *Agency Theory* wordt benadrukt dat een Raad van Bestuur, als controle- en toezichtorgaan, een cruciale rol vervult bij het beperken van belangenconflicten tussen aandeelhouders (*principals*) en het management (*agents*) (Barney et al., 2011). Jensen en Meckling (1976) stellen dat dergelijke conflicten leiden tot agency-kosten, welke een negatieve impact kunnen hebben op bedrijfsprestaties na overnames (Jensen & Meckling, 1976). Een effectieve Raad van Bestuur kan deze kosten verminderen door beter toezicht en controle op het management uit te oefenen (Barney et al., 2011). Volgens Barney et al. (2011) kan een Raad van Bestuur worden beschouwd als een waardevolle interne hulpbron die organisaties in staat stelt beter te reageren op strategische uitdagingen zoals overnames. Hoewel deze visie vooral gericht is op de interne bronnen van een bedrijf, vult zij de *Agency Theory* goed aan. De Raad van Bestuur is namelijk zowel een interne hulpbron, als een mechanisme voor governance en toezicht. Barney et al. (2011) benadrukken dat het inzetten van interne hulpbronnen, zoals kennis en ervaring binnen het bestuur, kan leiden tot betere strategische beslissingen, wat vervolgens resulteert in betere prestaties na overname.

Bovendien benadrukt overig onderzoek dat de Raad van Bestuur essentieel is voor het beheersen van juridische, operationele en financiële risico's die gepaard gaan met bedrijfsovernames (Armour, 2002). Volgens Armour (2002) is een sterk en effectief bestuur essentieel om adequate monitoring en controle uit te oefenen op managementacties tijdens overnameprocessen. Goed toezicht door de Raad van Bestuur vermindert niet alleen de agency-kosten, maar beschermt ook tegen potentieel schadelijke gevolgen van slecht beheerde integratieprocessen na een overname (Armour, 2002). Dit leidt ertoe dat overnames vaker de beoogde synergieën en prestatieverbeteringen realiseren, aangezien de Raad van Bestuur actief betrokken is bij het identificeren en mitigeren van risico's die anders zouden leiden tot verminderde waardecreatie (Armour, 2002). Armour (2002) stelt verder dat de Raad van Bestuur proactief kan ingrijpen bij tekenen van strategische misalignment en

integratierisico's, waardoor zij direct bijdraagt aan het versterken van de relatie tussen overname en de uiteindelijke bedrijfsprestaties.

Brahma et al. (2023) voegen hieraan toe dat de Raad van Bestuur invloed heeft op de prestaties van bedrijfsovernames door cognitieve en gedragsmatige factoren, zoals bestuurderszelfvertrouwen en overmoedigheid. Hun onderzoek toont aan dat een overmatige mate van zelfvertrouwen bij bestuurders vaak leidt tot suboptimale besluitvorming en slechtere prestaties na overnames (Brahma et al., 2023). Dit benadrukt het belang van een Raad van Bestuur, waarbij verschillende perspectieven en kritische evaluaties aanwezig zijn om irrationele of overmoedige beslissingen te voorkomen. Wanneer een Raad van Bestuur goed georganiseerd is en effectief toezicht houdt, draagt dit bij aan een afname van onrealistische verwachtingen en betere strategische besluitvorming rondom overnames, wat de positieve impact van overname op de bedrijfsprestaties versterkt (Brahma et al., 2023).

Concluderend zal een Raad van Bestuur niet per definitie de prestaties van een bedrijf verbeteren, maar het orgaan zal wel de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties kunnen versterken. Dit onderscheid is belangrijk omdat het aangeeft dat het primaire voordeel van de Raad van Bestuur ligt in haar vermogen om toezicht en strategische begeleiding te bieden bij specifieke processen zoals overnames, in plaats van algemene bedrijfsprestaties rechtstreeks te verbeteren. We stellen dat vanuit de *Agency Theory* een Raad van Bestuur fungeert als een belangrijke moderator in de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties. Bijgevolg verwachten we dat de algemene aanwezigheid van een Raad van Bestuur een positieve modererende rol zal spelen in de positieve relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.

Op basis van bovenstaande theoretische inzichten formuleren we de volgende hypothese:

Hypothese 2: De positieve relatie tussen overname en de bedrijfsprestaties wordt versterkt wanneer een Raad van Bestuur aanwezig is binnen de onderneming.

### **2.3.2 De modererende impact van het familiaal karakter**

De modererende invloed van het familiaal karakter van de onderneming op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties kan diepgaand worden begrepen vanuit de *Socioemotional Wealth (SEW)* theorie. Deze theorie legt specifiek de nadruk op niet-financiële factoren zoals familiecontrole, identiteit, sociale status en behoud van het familie-erfgoed binnen het bedrijf (Berrone et al., 2012). Berrone et al. (2012) benadrukken dat familiegeleide bedrijven een unieke set waarden nastreven, waarbij het behoud van *SEW* vaak boven puur economische overwegingen gaat. Familiegeleide bedrijven worden gekenmerkt door een sterke motivatie om hun *SEW*-kapitaal te beschermen, zelfs als dit soms ten koste gaat van financiële prestaties (Gomez-Mejia et al., 2010). Gomez-Mejia et al. (2010) tonen aan dat deze bedrijven vaak bereid zijn aanzienlijke economische kansen op te offeren om controleverlies, het verwateren van familiewaarden en het verlies van identiteit te voorkomen.

Wanneer familiegeleide bedrijven daadwerkelijk besluiten om een overname uit te voeren, heeft hun karakteristieke *SEW*-oriëntatie aanzienlijke gevolgen voor het verloop van het overnameproces en de daaropvolgende prestaties. Debicki et al. (2016) wijzen uitgebreid op de diepgewortelde familiewaarden en een sterke familie-identiteit, die aanzienlijke obstakels kunnen vormen voor effectieve integratie na de overname. De auteurs stellen dat familiegeleide bedrijven vaak sterk zijn

verankerd in tradities, waardoor zij minder geneigd zijn om de nodige organisatorische en culturele veranderingen door te voeren die vereist zijn voor succesvolle integraties (Debicki et al., 2016). Hierdoor kunnen interne conflicten ontstaan en blijven belangrijke synergieën en waardecreërende mogelijkheden grotendeels onbenut. De studie van Debicki et al. (2016) benadrukt dat de sterke nadruk op behoud van familie-identiteit en tradities een negatieve impact heeft op het succes van overnames door familiegeleide bedrijven.

Daarnaast bespreken Mishra & McConaughy (1999) gedetailleerd de financiële beperkingen die inherent zijn aan familiegeleide bedrijven. Hun onderzoek toont aan dat deze bedrijven een sterke aversie hebben tegen het gebruik van schuldfinanciering vanwege de geassocieerde risico's van financieel en operationeel controleverlies. De terughoudendheid in het gebruik van schulden leidt ertoe dat overnames meestal met eigen vermogen worden gefinancierd, wat een beperkende factor vormt voor de schaal en strategische omvang van de overnames. Hierdoor kiezen familiegeleide bedrijven vaker voor kleinere en minder ambitieuze overnames, die minder potentieel bieden voor synergieën en significante prestatieverbeteringen. Deze financiële terughoudendheid draagt rechtstreeks bij aan de negatieve modererende impact op bedrijfsprestaties na een overname (Mishra & McConaughy, 1999).

Bovendien wordt de rol van nepotisme en conservatisme binnen familiegeleide bedrijven uitgebreid behandeld door Defrancq et al. (2016). Zij wijzen erop dat deze bedrijven sterk geneigd zijn om familieleden op cruciale posities te benoemen, ongeacht of deze personen beschikken over de vereiste competenties of ervaring. Dit kan leiden tot inefficiëntie in besluitvorming en operationele uitvoering, vooral tijdens de kritieke fase van integratie na een overname (Defrancq et al., 2016). Omdat externe expertise vaak noodzakelijk is om succesvolle integratieprocessen te realiseren, vormt nepotisme een substantiële barrière voor de realisatie van volledige waardecreatie na overnames (Defrancq et al., 2016).

Tenslotte benadrukt Worek (2017) uitvoerig dat familiegeleide bedrijven bij hun deelname aan overnameactiviteiten doorgaans uiterst voorzichtig zijn, vooral vanwege hun streven naar autonomie en controlebehoud. Worek (2017) stelt dat zelfs wanneer familiegeleide bedrijven wel overnames uitvoeren, zij deze vaak op een sterk gecontroleerde en conservatieve manier doen. Dit resulteert in een beperkte flexibiliteit en beperkte openheid voor veranderingen tijdens het integratieproces, waardoor strategische kansen en groeipotentieel onbenut blijven. Het gevolg is dat de bedrijfsprestaties na overnames vaak achterblijven bij verwachtingen (Worek, 2017).

Samenvattend benadrukt de SEW-theorie dat familiegeleide bedrijven, vanwege hun unieke karakteristieken en prioriteiten, aanzienlijk worstelen met de realisatie van waarde uit overnames. De sterke wens om controle, identiteit en familiewaarden te behouden, gekoppeld aan financiële voorzichtigheid, nepotisme en organisatorisch conservatisme, leidt tot inefficiënte overname- en integratieprocessen. Deze factoren resulteren in onze verwachting dat het familiaal karakter een negatieve modererende invloed heeft op de positieve relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.

Op basis van bovenstaande argumenten, stellen we het volgende voor:

Hypothese 3: De positieve relatie tussen overname en de bedrijfsprestaties gaat afnemen, als het bedrijf dat een overname uitvoert een familiaal karakter heeft.

### **2.3.3 De modererende impact van werknemersweerstand**

In de literatuur over bedrijfsovernames is de houding van werknemers een van de meest genoemde bepalende factoren voor het succes van *post-merger* integratieprocessen. Hoewel strategische overnames vaak worden gemotiveerd door rationele beweegredenen zoals schaalvoordelen, markttoegang en synergieën, wordt het daadwerkelijke realiseren van deze voordelen sterk beïnvloed door menselijk gedrag binnen de organisatie. Een terugkerend thema in dit verband is de rol van werknemersweerstand, een fenomeen dat zich manifesteert in uiteenlopende vormen zoals passieve tegenwerking, actieve sabotage, verminderde werkmotivatie of zelfs collectief personeelsverloop.

Mühlemann et al. (2020) bieden met hun *Social Identity Model of Organizational Change (SIMOC)* een krachtig theoretisch kader om deze weerstand te duiden. Hun empirisch werk toont aan dat werknemers die zich sterk identificeren met hun oorspronkelijke organisatie, een overname kunnen ervaren als een verlieservaring die diep raakt aan hun professionele identiteit. Dit verlies heeft niet alleen een psychologische impact, zoals gevoelens van stress, onzekerheid of frustratie, maar vertaalt zich ook in concrete gedragingen die de effectiviteit van de overname ondermijnen. In situaties waar werknemers geen identiteit kunnen behouden of hervinden in de nieuwe organisatie, ontstaat volgens het SIMOC-model een '*identity void*' die resulteert in dalende betrokkenheid, verlies van motivatie en lagere prestaties (Mühlemann et al., 2020). Deze dynamiek wordt bevestigd door Appelbaum et al. (2017), die in een uitgebreide review van overnameprocessen wijzen op de psychologische schok die werknemers kunnen ervaren bij plotselinge organisatorische veranderingen. In het bijzonder tonen zij aan dat wanneer werknemers geen inspraak krijgen in het proces, of wanneer het management nalaat om transparant te communiceren over de gevolgen van de overname, dit leidt tot een gevoel van machteloosheid en verlies van controle. Werknemers die zich buitengesloten voelen, keren zich af van de organisatie of saboteren impliciet de implementatie van nieuwe structuren, werkwijzen of hiërarchieën. Deze gedragingen zorgen voor vertraging, foutmarges, verhoogde interne spanningen en uiteindelijk een daling van de prestaties, zowel op individueel als collectief niveau (Appelbaum et al., (2017).

De studie van Horton et al (2024) bouwt verder op deze inzichten en benadrukt de rol van '*human integration barriers*'. Dit zijn obstakels die voortkomen uit de menselijke dimensie van organisatieverandering (Horton et al., 2024). Horton et al (2024) stellen vast dat wanneer managementteams zich enkel richten op het harmoniseren van systemen, processen, structuur, en hierdoor de culturele of menselijke componenten verwaarlozen, de weerstand onder werknemers toeneemt. Hun onderzoek toont aan dat deze culturele mismatch niet alleen leidt tot spanning, maar ook tot een fundamenteel falen in het realiseren van beoogde synergieën (Horton et al., 2024). Werknemers blijven opereren vanuit hun oude gewoonten, waarden en informele netwerken, wat het vormgeven van een uniforme, coherente organisatiecultuur belemmert. Hierdoor ontstaan eilandstructuren binnen de nieuwe organisatie, waarbij verschillende delen blijven functioneren als afzonderlijke eenheden. Dit heeft negatieve gevolgen voor samenwerking, efficiëntie en strategische afstemming (Horton et al., 2024).

Een bijkomend aspect dat in de literatuur herhaaldelijk wordt aangehaald, is de impact van personeelsverloop. Volgens Appelbaum et al. (2017) verlaten vooral hooggekwalificeerde of sleutelmedewerkers sneller de organisatie wanneer zij zich niet kunnen vinden in de nieuwe richting of zich onveilig voelen over hun plaats binnen het nieuwe geheel. Het verlies van dergelijke werknemers betekent niet alleen verlies van kennis, ervaring en continuïteit, maar ook een verhoogde werkdruk voor achterblijvers. De resulterende instabiliteit zorgt voor een cascade van negatieve gevolgen: lagere moraal, hogere ziekteverzuimcijfers, dalende klantentevredenheid en ondermaatse operationele prestaties. De auteurs waarschuwen dat deze effecten zich niet beperken tot de eerste maanden na de overname, maar ook op de lange termijn blijven doorwerken en het succes van de overname fundamenteel ondergraven (Appelbaum et al., 2017). Belangrijk is echter ook dat weerstand niet noodzakelijk luidruchtig of openlijk hoeft te zijn. Volgens Mühlemann et al. (2020) is veel weerstand stil en passief. Medewerkers zetten zich minder in of gaan verantwoordelijkheden vermijden. Dit type 'onder-de-radar' weerstand is bijzonder schadelijk omdat het moeilijk te detecteren is en vaak pas merkbaar wordt wanneer de prestaties dalen of strategische doelstellingen niet worden gehaald. Bovendien draagt deze passieve weerstand bij aan een cultuur van wantrouwen en cynisme, wat de collectieve veerkracht van de organisatie schaadt (Mühlemann et al., 2020).

De negatieve impact van weerspanning is bovendien contextueel versterkt in kleinere organisaties of KMO's. Mühlemann et al. (2020) wijzen erop dat in kleinschalige organisaties de sociale verbondenheid tussen medewerkers en het bedrijf doorgaans sterker is. Overnames worden hier niet enkel als zakelijke herstructureringen gezien, maar als persoonlijke ontwrichtingen. Werknemers die jarenlang onder een vertrouwd leiderschap en binnen een stabiele omgeving werkten, ervaren een overname als een breuk met het verleden. Deze breuk activeert vaak defensieve en emotionele reacties, waardoor weerstand extra hevig is. In dergelijke contexten fungeert weerspanning niet alleen als reactie op verandering, maar ook als beschermingsmechanisme om de eigen identiteit, routines en werkzekerheid te verdedigen (Mühlemann et al., 2020).

Tot slot wijzen zowel Appelbaum et al. (2017) als Horton et al. (2024) erop dat post-overname weerstand niet slechts een fase is die moet worden 'doorgewerkt', maar eerder een structurele kracht die bij gebrek aan herkenning een blijvende negatieve invloed uitoefent op de integratie en dus op de uiteindelijke prestaties. Weerspanning gedrag reduceert de effectiviteit van leiderschap, vertraagt de implementatie van strategische beslissingen en belemmert de uitwisseling van kennis en middelen. Laat dit nu net de drie elementen zijn die zijn cruciaal zijn voor het realiseren van overnames (Horton et al., 2024).

Concluderend brengen bedrijfsovernames ingrijpende veranderingen met zich mee die bij werknemers gevoelens van onzekerheid, identiteitsverlies en verminderde motivatie kunnen veroorzaken (Mühlemann et al., 2020). Vooral wanneer de oorspronkelijke organisatiecultuur van werknemers niet wordt gerespecteerd of wanneer integratie op een dominante en eenzijdige wijze verloopt, stijgt de kans op verhoogde weerstand, wat de prestaties van de organisatie nadelig beïnvloedt (Mühlemann et al., 2020). In de context van Vlaamse bedrijven, waar de personeelsstructuren vaak kleinschaliger en persoonlijker zijn, kan weerstand extra zwaar doorwegen. Werknemers identificeren zich doorgaans sterker met hun organisatie, waardoor een

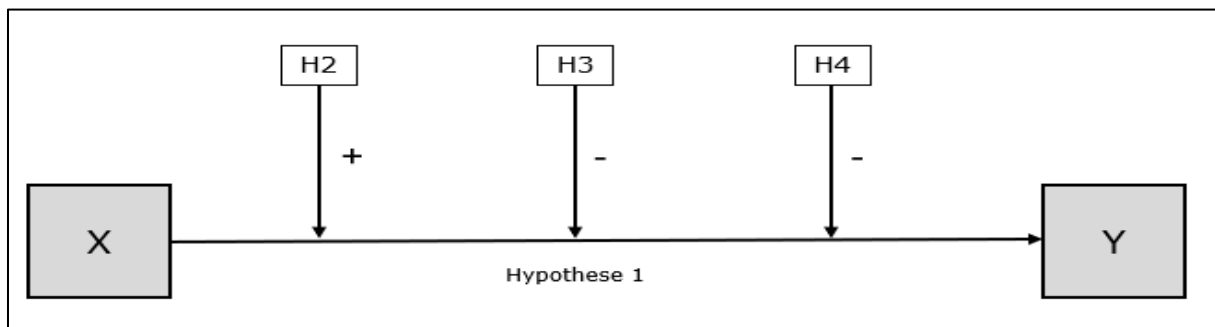
overname sneller wordt ervaren als een bedreiging voor hun professionele identiteit. Dit verhoogt het risico op burn-out, stress en personeelsverloop, wat op zijn beurt de effectiviteit van de integratie en de prestaties na de overname onder druk zet (Mühlemann et al., 2020). Op basis van de bovenvermelde literatuur verwachten we dan ook dat de post-overname weerstand bij werknemers een negatief modererend effect uitoefent op de positieve relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.

Op basis van bovenstaande argumenten, stellen we het volgende voor:

Hypothese 4: De positieve relatie tussen overname en de bedrijfsprestaties gaat afnemen, indien er post-overname weerstand van het personeel plaatsvindt.

Onderzoeksmodel: Afsluitend aan de literatuurstudie wordt het onderzoekmodel weergegeven. Het onderzoekmodel beschrijft de positieve relatie tussen X (overname) en Y (bedrijfsprestaties), de hoofdhypothese van het onderzoek. Vervolgens worden de moderatoren weergegeven die een impact gaan uitoefenen deze hoofdhypothese. Hypothese 2 (aanwezigheid RvB) verwacht een negatief modererend effect terwijl er van hypothese 3 (familiaal karakter) en hypothese 4 (post-overname weerstand) een negatief modererend effect wordt verwacht.

*Figuur 1: Onderzoekmodel*



### 3 Data en variabelen

Om de onderzoeksvragen en bijhorende hypothesen empirisch te toetsen, werd gebruik gemaakt van een gecombineerde dataset bestaande uit surveydata en objectieve financiële bedrijfsinformatie. Dit hoofdstuk beschrijft de oorsprong en samenstelling van de gebruikte data, alsook de constructie van de variabelen die in de regressieanalyses worden opgenomen. Eerst wordt toegelicht hoe de dataverzameling tot stand kwam en hoe de steekproef werd samengesteld. Vervolgens wordt dieper ingegaan op de afhankelijke, onafhankelijke, modererende en controlerende variabelen.

#### 3.1 Inleiding Data

De data die worden gebruikt in deze studie zijn afkomstig uit een uitgebreide vragenlijst afgenomen door de Antwerp Management School in 2024. De bevraging werd uitgestuurd naar Vlaamse bedrijven in het kader van een onderzoeksproject over intenties inzake groei door overname. De vragenlijst verdiepte zich in de bedrijfskenmerken en overnameactiviteiten van de respondenten. De financiële gegevens van de respondenten werden geraadpleegd uit de Belfirst database. Vervolgens werden de bedrijfskenmerken en overnameactiviteiten uit de vragenlijst gekoppeld aan financiële gegevens met betrekking tot de ROA en het aantal voltijds equivalente werknemers van de periode 2018 tot en met 2023. De oorspronkelijke dataset omvatte gegevens van 284 bedrijven. Na het toepassen van *listwise deletion* om met ontbrekende gegevens (*missing values*) om te gaan, bleef een finale steekproef van 195 bedrijven over die geschikt waren voor verdere analyses. Voor hypothese 1 wordt de focus gelegd op de volledige steekproef. Binnen deze steekproef bevinden zich 55 bedrijven die in de periode 2018 tot 2023 effectief een overname hebben uitgevoerd en 140 bedrijven die in dezelfde periode geen overname hebben uitgevoerd. Voor hypothese 2,3 en 4 gaat de focus gelegd worden op enkel de 55 bedrijven die effectief een overname hebben uitgevoerd.

#### 3.2 Variabelen

##### 3.2.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele (ROA\_POSTGEM) in dit onderzoek betreft de bedrijfsprestaties, gemeten aan de hand van *Return on Assets (ROA)*. Om de invloed van overname op bedrijfsprestaties te analyseren, is het noodzakelijk om bedrijven die een overname hebben uitgevoerd te vergelijken met bedrijven die dat niet hebben gedaan. Omdat overnames plaatsvinden op verschillende tijdstippen tussen 2018 en 2023, is een consistente tijdsbepaling voor het meten van prestaties cruciaal. Voor bedrijven met een overname kan eenvoudig worden bepaald wat de "post-overnameperiode" is, maar voor bedrijven zonder overname bestaat er geen natuurlijk referentiejaar. Dit vormt een uitdaging voor een zinvolle vergelijking.

Daarom wordt aan de controlegroep een fictief overnamejaar (ook wel pseudo-eventjaar genoemd) toegekend. Deze benadering maakt het mogelijk om ook voor niet-overnemende bedrijven, prestaties in een vergelijkbare tijdsperiode te analyseren. De gemiddelde ROA van elk bedrijf wordt dan gemeten vanaf het eerste jaar na het (effectieve of fictieve) overnamejaar, waardoor een regressieanalyse over alle bedrijven kan worden uitgevoerd. 2020 werd gekozen als fictief overnamejaar voor de controlegroep omdat dit het gemiddelde overnamejaar is van de bedrijven die effectief een overname hebben uitgevoerd in de analyseperiode. Hierdoor kunnen prestaties op een vergelijkbaar tijdstip worden vergeleken tussen beide groepen.



Deze methode is gangbaar binnen de empirische bedrijfskunde en *corporate finance* literatuur, met name in studies die werken met quasi-experimentele designs, zoals matchingmethodes of *treatment effect estimation*. In een overzichtartikel over zelfselectie in *corporate finance* benadrukken Li & Prabhala (2007) dat het gebruik van geschikte controlegroepen en vergelijkbare observatiemomenten essentieel is om een valide vergelijking te maken tussen behandelde en onbehandelde eenheden. Ze stellen dat onderzoekers vaak bedrijven vergelijken die 'geen behandeling krijgen' met 'effectief behandelde bedrijven'. Om deze vergelijking mogelijk te maken, kan een *counterfactual* geconstrueerd worden (Li & Prabhala, 2005).

Hoewel zij geen expliciet voorbeeld geven van een fictief overnamejaar is het logisch gevolg van hun redenering dat, om een valide countervariabele te construeren, ook niet-behandelde bedrijven aan een vergelijkbare tijdstructuur moeten worden onderworpen. Het toekennen van een fictief overnamejaar past dus binnen deze gangbare methodologische benadering. Alvorens het uitvoeren van analyses en het berekenen van de gemiddelde post-overname *ROA* (al dan niet fictief, zoals hierboven vermeld), werd *winsorizing* toegepast op alle *ROA*-jaartallen (*ROA\_POSTGEM\_WIN*). Dit om de invloed van extreme waarden te beperken. *Winsorizing* houdt in dat extreme waarden aan de uiteinden van de verdeling worden beperkt tot een bepaalde drempelwaarde om zo een robuustere statistische analyse mogelijk te maken (Kothari et al., 2005).

Binnen een overnamecontext is de keuze voor *Return on Assets (ROA)* als maatstaf voor bedrijfsprestaties is theoretisch en empirisch verantwoord vanwege diverse factoren die in de wetenschappelijke literatuur als essentieel worden beschouwd bij het bestuderen van de relatie tussen groei en bedrijfsprestaties. Ten eerste geeft de *ROA*-maatstaf inzicht in de mate waarin een onderneming haar middelen effectief en efficiënt inzet om operationele winst te genereren (Huyghebaert & Luypaert, 2009). Zoals gesteld door Huyghebaert en Luypaert (2009), zijn effectieve integratie en optimaal gebruik van activa cruciaal om financiële voordelen na een overname te realiseren. Daarnaast biedt *ROA* een belangrijk voordeel ten opzichte van alternatieve maatstaven zoals aandelenrendementen, omdat het minder gevoelig is voor externe marktomstandigheden (Choi en Russell, 2004). Door *ROA* te gebruiken, worden de prestaties zuiverder weergegeven op basis van interne bedrijfsvoering en wordt voorkomen dat externe factoren het beeld vertroebelen (Choi en Russell, 2004). Tot slot sluit de keuze voor *ROA* goed aan bij het theoretische kader van de *Resource-Based Theory (RBT)*, zoals besproken door Barney et al. (2011). Binnen deze theorie staan de interne middelen en capaciteiten van bedrijven centraal als bronnen van concurrentievoordeel en hogere bedrijfsprestaties. Aangezien *ROA* specifiek meet hoe effectief deze interne middelen worden ingezet om winst te genereren, biedt het een direct bruikbare en theoretisch relevante maatstaf die aansluit bij deze veelgebruikte academische benadering van bedrijfsprestaties (Choi en Russell, 2004).

### **3.2.2 Onafhankelijke variabele**

De onafhankelijke variabele (*OVERNAME\_01*) wordt voorgesteld door een dummyvariabele. Bedrijven kregen hierbij de waarde '1' toegewezen indien zij van 2018 tot 2023 minimaal één overname hadden uitgevoerd en '0' indien zij dit niet deden. De oorspronkelijke enquête maakte onderscheid tussen overnames uitgevoerd binnen België, binnen andere EU-landen of buiten de EU. Voor dit onderzoek werden deze drie afzonderlijke categorieën samengevoegd tot één algemene dummyvariabele.

### 3.2.3 Moderatorvariabelen

De moderators in dit onderzoek betreffen de aanwezigheid van een Raad van Bestuur (RvB\_AANWEZIG\_01), personeelsweerstand na de overname (WEERSTAND\_PERS\_01) en het familiaal karakter (FAMILIAAL\_KARAKTER\_01) van de onderneming. De aanwezigheid van een Raad van Bestuur en de personeelsweerstand werden beide gecodeerd als dummyvariabelen, waarbij bedrijven respectievelijk de waarde '1' kregen indien er een Raad van Bestuur aanwezig was of indien post-overname personeelsweerstand werd ervaren, en '0' indien niet.

De oorspronkelijke variabele omtrent familiaal karakter (FAMILIAAL\_KARAKTER\_5) werd gemeten aan de hand van vijf verschillende antwoordcategorieën die inzicht geven in de eigendoms- en bestuursstructuur van het bedrijf: (1) Meer dan 50% van de eigendom is in handen van één familie, (2) Eén familie heeft beslissende invloed, (3) Een meerderheid of ten minste twee leden van het bestuur behoort tot één familie, (4) Het bedrijf wordt als een familiebedrijf beschouwd en tenslotte (5) Geen van bovenstaande antwoorden is van toepassing.

Om deze variabele geschikt te maken voor statistische analyse werd een dummyvariabele gecreëerd (FAMILIAAL\_KARAKTER\_01). Bedrijven kregen hierbij de waarde '1' toegewezen indien zij in categorieën één tot en met vier vielen, wat inhoudt dat zij kenmerken vertonen die hen kwalificeren onder familiaal karakter of familiegeleide bedrijven. Bedrijven die in categorie vijf vielen, kregen de waarde '0' toegewezen omdat zij niet voldeden aan de definitie volgens de gebruikte criteria.

### 3.2.4 Controlevariabelen

Tot slot werden controlevariabelen opgenomen om alternatieve verklaringen uit te sluiten en de robuustheid van het verband tussen overname en bedrijfsprestaties te versterken. Een eerste controlevariabele is de internationale activiteit (INTERNATIONAAL\_A\_01). Deze wordt gemeten via een dummyvariabele die '1' krijgt indien het bedrijf internationaal actief is, anders '0'.

De internationale activiteit is een belangrijke controlevariabele omdat er significante verschillen kunnen ontstaan tussen bedrijven die uitsluitend binnenlandse transacties uitvoeren en bedrijven die zich richten op internationale overnames (Andre et al., 2004). Uit onderzoek blijkt dat *cross-border* transacties wezenlijk verschillen van nationale transacties, onder meer vanwege verschillen in regelgeving, economische omstandigheden en integratieproblemen (Andre et al., 2004). Andre et al. (2004) tonen ook aan dat internationale overnames doorgaans slechter presteren dan nationale transacties in termen van operationele synergieën, wat een directe invloed heeft op bedrijfsprestaties na een overname. Daarnaast geven Beverly et al. (2019) expliciet aan dat internationale activiteiten, zoals *cross-border* overnames, specifieke risicofactoren en synergie-effecten met zich meebrengen die de prestaties van bedrijven beïnvloeden. Hierdoor wordt internationale activiteit een relevante controlevariabele voor het nauwkeurig analyseren van bedrijfsprestaties.

Een tweede controlevariabele is de bedrijfsgrootte (VTE\_POSTGEM). Om deze controlevariabele correct op te nemen in de statistische analyses wordt hiervoor naar het post-overname gemiddelde gekeken. De controlevariabele zal dus berekend worden door het gemiddelde aantal voltijds equivalenten, post-overname in de periode van 2018 tot en met 2023. Hierdoor wordt vermeden dat gegevens uit de pre-overnameperiode de analyse vertekenen. Voor de opstart van de statistische

analyses werd, net zoals bij de *ROA*, winsorizing toegepast om extreme waarden te controleren (VTE\_POSTGEM\_WIN).

Huyghebaert en Luypaert (2009) illustreren dat grotere bedrijven doorgaans beschikken over meer financiële middelen en capaciteiten, waardoor zij efficiënter en effectiever kunnen omgaan met de complexiteit van fusies en overnames. Anderzijds kunnen kleinere bedrijven vaker te maken krijgen met financiële en operationele beperkingen, wat hun mogelijkheden om voordeel te halen uit overnames kan beperken (Huyghebaert & Luypaert, 2009). Irayanti (2019) stelt eveneens vast dat bedrijfsgrootte een significante determinant is voor post-overname prestaties omdat grotere bedrijven doorgaans meer profiteren van schaalvoordelen en efficiëntere middelenallocatie dan kleinere bedrijven.

Tenslotte zal de sector (SECTOR\_7CAT) kwalificeren als laatste controlevariabele. Bedrijven werden ingedeeld in zeven sectoren: Industrie, Landbouw, Bouw, Horeca, Diensten, Handel en Andere. Dit werd gecodeerd als een categorische controlevariabele.

De sector waarin een onderneming actief is eveneens ook een cruciale controlevariabele. Volgens Huyghebaert en Luypaert (2009) zijn sectorgebonden kenmerken, zoals de mogelijkheid tot schaalvoordelen en verschillen in concurrentie-intensiteit, bepalend voor de mate waarin bedrijven baat hebben bij overnames. Zo blijkt bijvoorbeeld dat bedrijven in sectoren met hoge schaalvoordelen eerder geneigd zijn om overnames te realiseren en hieruit voordelen te halen, terwijl bedrijven in sectoren met beperkte schaalvoordelen minder geneigd zijn om significante synergieën te bereiken na overnames (Huyghebaert & Luypaert, 2009). Bovendien wijzen Yeh en Hoshino (2002) erop dat de effectiviteit van overnames aanzienlijk kan variëren tussen industrieën, wat eveneens benadrukt hoe belangrijk het is om sectorverschillen te controleren bij het analyseren van bedrijfsprestaties na overnames.

*Tabel 1: Variabelen*

| Type                     | Variabele                        | Codering                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Onafhankelijke variabele | OVERNAME_01                      | 0 = Geen overname uitgevoerd (2018-2023)<br>1 = Overname uitgevoerd (2018-2023)                                                                                                                                           |
| Afhankelijke variabele   | ROA_POSTGEM<br>(ROA_POSTGEM_WIN) | Gemiddelde ROA<br>Gemeten aan de hand van het, al dan niet fictief, post-overname gemiddelde. Binnen een periode van 2018 tot en met 2023.<br>(Voor analyse werd <i>winsorizing</i> toegepast)                            |
| Moderator 1              | RvB_AANWEZIG_01                  | 0 = RvB niet aanwezig<br>1 = RvB wel aanwezig                                                                                                                                                                             |
| Moderator 2              | FAMILIAAL_KARAKTER_01            | 0 = Geen familiaal karakter<br>1 = Familiaal karakter                                                                                                                                                                     |
| Moderator 3              | WEERSTAND_PERS_01                | 0 = Geen post-overname personeelsweerstand<br>1 = Post-overname personeelsweerstand                                                                                                                                       |
| Controlevariabele 1      | VTE_POSTGEM<br>(VTE_POSTGEM_WIN) | Gemiddeld aantal Voltijdtijdsequivalenten<br>Gemeten aan de hand van het, al dan niet fictief, post-overname gemiddelde. Binnen een periode van 2018 tot en met 2023.<br>(Voor analyse werd <i>winsorizing</i> toegepast) |

|                     |                     |                                                                         |
|---------------------|---------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| Controlevariabele 2 | SECTOR_7CAT         | Industrie<br>Landbouw<br>Bouw<br>Handel<br>Horeca<br>Diensten<br>Andere |
| Controlevariabele 3 | INTERNATIONAAL_A_01 | 0 = Geen internationale activiteit<br>1 = Internationale activiteit     |

## 4 Beschrijvende statistieken

Vooraleer over te gaan tot de toetsing van de hypothesen, is het belangrijk om een duidelijk beeld te schetsen van de verdeling en eigenschappen van de gebruikte data en variabelen. In dit hoofdstuk worden de belangrijkste kenmerken van de steekproef besproken, evenals de verdelingen van de afhankelijke, onafhankelijke en modererende variabelen. Er wordt hierbij aandacht besteed aan zowel de oorspronkelijke als de gewinsorde data, en er wordt gereflecteerd over de sectorindeling en relevante steekproefkarakteristieken. Deze statistieken vormen een noodzakelijke basis om de representativiteit en robuustheid van de latere analyses te onderbouwen.

### 4.1 De variabelen

Voor de niet-gewinsorde data bedragen de gemiddelde *post-overname ROA* (ROA\_POSTGEM) 10,45%, met een minimum van -54,81% en een maximum van 62,67%. De standaarddeviatie bedraagt 11,98%, wat wijst op aanzienlijke spreiding tussen de ondernemingen. Wat betreft het aantal werknemers *post-overname* bedraagt het gemiddelde (VTE\_POSTGEM) 69,79 voltijds equivalenten met uitschieters tussen 7,33 en 1.430,67 voltijds equivalenten. De standaarddeviatie is hoog (154,75), wat indicatief is voor een zeer diverse steekproef qua bedrijfsomvang.

*Tabel 2: Gemiddelden zonder winsorizing*

|             | Aantal | Minimum | Maximum | Gemiddelde | St. afwijking |
|-------------|--------|---------|---------|------------|---------------|
| ROA_POSTGEM | 195    | -54,81  | 62,67   | 10,45      | 11,98         |
| VTE_POSTGEM | 195    | 7,33    | 1430,67 | 69,79      | 154,75        |

Om de invloed van extreme uitschieters te beperken, werd voor de verdere analyses gebruik gemaakt van *winsorizing*. Dit heeft als resultaat dat de gewinsorde *ROA* (ROA\_POSTGEM\_WIN) een gemiddelde van 10,38% oplevert, met een standaarddeviatie van 9,43%, een minimum van -6,67% en een maximum van 37,64%. Het *post-overname* gemiddelde aantal voltijds equivalenten na *winsorizing* (VTE\_POSTGEM\_WIN) daalt tot 52,26 voltijds equivalenten, met een standaardafwijking van 64,67 bovendien een minimum van 9,85 en een maximum van 275,35 voltijdse equivalenten.

Tabel 3: Gemiddelden met winsorizing

|                 | Aantal | Minimum | Maximum | Gemiddelde | St. afwijking |
|-----------------|--------|---------|---------|------------|---------------|
| ROA_POSTGEM_WIN | 195    | -6,67   | 37,64   | 10,38      | 9,43          |
| VTE_POSTGEM_WIN | 195    | 9,85    | 275,35  | 52,26      | 64,67         |

#### 4.2 Beschrijving van de steekproef

De steekproef bestaat uit 195 bedrijven, waarvan 28,20% (n = 55) aangeeft een overname te hebben uitgevoerd in de periode 2018 tot 2023 (OVERNAME\_01). De overige 71,80% (n = 140) heeft geen overname gedaan in diezelfde periode. Wat betreft sectoractiviteit (SECTOR\_7CAT) werd de grootste groep gevormd door bedrijven die onder de categorie 'Andere' vallen (29,20%), gevolgd door de sector Handel (28,2%) en Industrie (22,1%). De overige sectoren zijn Bouw (15,40%), Landbouw (3,10%) en Diensten (2,10%). Daarnaast blijkt dat 53,3% van de bedrijven internationaal actief is (INTERNATIONAAL\_A\_01), tegenover 46,70% die uitsluitend nationaal opereert.

Tabel 4: Beschrijving van de steekproef - algemeen

| OVERNAME_01         |     |        |
|---------------------|-----|--------|
| 1 = JA              | 140 | 71,80% |
| 0 = NEE             | 55  | 28,20% |
| TOTAAL              | 195 | 100%   |
| SECTOR_7CAT         |     |        |
| INDUSTRIE           | 43  | 22,10% |
| LANDBOUW            | 6   | 3,10%  |
| BOUW                | 30  | 15,40% |
| DIENSTEN            | 4   | 2,10%  |
| HANDEL              | 55  | 28,20% |
| ANDERE              | 57  | 29,20% |
| TOTAAL              | 195 | 100%   |
| INTERNATIONAAL_A_01 |     |        |
| 1 = JA              | 104 | 53,30% |
| 0 = NEE             | 91  | 46,70% |
| TOTAAL              | 195 | 100%   |

Binnen de groep bedrijven die een overname heeft gerealiseerd zijn 30 van de 55 bedrijven internationaal actief (INTERNATIONAAL\_A\_01), wat neerkomt op 54,55%. Omtrent sectorverdeling (SECTOR\_7CAT), blijkt dat deze niet gelijkmatig gespreid is. Zo zijn 20 van de 55 bedrijven (36,36%) actief in de sector Handel, gevolgd door 21 bedrijven (38,18%) in de categorie Andere. De sectoren Industrie en Bouw tellen respectievelijk 7 (12,73%) en 6 (10,91%) bedrijven. De sector Landbouw is vertegenwoordigd door 1 onderneming (1,82%), terwijl er binnen deze groep geen bedrijven uit de dienstensector zijn opgenomen.

Tabel 5: Beschrijving steekproef – bedrijven met overnameactiviteiten

| <b>SECTOR_7CAT (met OVERNAME_01 = 1)</b>         |    |        |
|--------------------------------------------------|----|--------|
| INDUSTRIE                                        | 7  | 12,73% |
| LANDBOUW                                         | 1  | 1,82%  |
| BOUW                                             | 6  | 10,91% |
| DIENSTEN                                         | 0  | 0%     |
| HANDEL                                           | 20 | 36,36% |
| ANDERE                                           | 21 | 38,18% |
| TOTAAL                                           | 55 | 100%   |
| <b>INTERNATIONAAL_A_01 (met OVERNAME_01 = 1)</b> |    |        |
| 1 = JA                                           | 30 | 54,55% |
| 0 = NEE                                          | 25 | 45,45% |
| TOTAAL                                           | 55 | 100%   |

Vanwege de ongelijke spreiding van de bedrijven over de verschillende sectorcategorieën werd beslist om de oorspronkelijke sectorindeling te herstructureren in functie van de analysekwaliteit (SECTOR\_3CAT). Concreet werden de sectoren Industrie en Bouw samengevoegd onder de categorie “Productie”, aangezien deze samen voldoende waarnemingen omvatten om een stabiele groep te vormen. De sectoren Handel en Andere bleven behouden als aparte categorieën gezien hun omvang. Sectoren zoals Landbouw en Diensten werden niet opgenomen in verdere regressieanalyses, aangezien hun vertegenwoordiging binnen de steekproef van overnemers te beperkt of onbestaand was. Deze hergroepering heeft tot doel de betrouwbaarheid van de regressiemodellen te verhogen en het risico op instabiele schattingen als gevolg van kleine *subsamples* te beperken.

Tabel 6: Nieuwe verdeling controlevariabele sectoractiviteit – gehele steekproef

| <b>SECTOR_3CAT</b>        |     |        |
|---------------------------|-----|--------|
| PRODUCTIE(INDUSTRIE+BOUW) | 73  | 39,46% |
| HANDEL                    | 55  | 29,73% |
| ANDERE                    | 57  | 30,81% |
| TOTAAL                    | 185 | 100%   |

Voor de analyse met betrekking tot hypothese 1, waar de gehele steekproef gebruikt zal worden, heeft deze aanpassing tot gevolg dat er 10 cases geëxcludeerd zullen worden. De overblijvende steekproef waar hypothese 1 mee getest wordt, zal uit 185 respondenten bestaan.

Tabel 7: Nieuwe verdeling controlevariabele sectoractiviteit – bedrijven met overnameactiviteiten

| <b>SECTOR_3CAT (met OVERNAME_01 = 1)</b> |    |        |
|------------------------------------------|----|--------|
| PRODUCTIE(INDUSTRIE+BOUW)                | 13 | 24,07% |
| HANDEL                                   | 20 | 37,04% |
| ANDERE                                   | 21 | 38,89% |
| TOTAAL                                   | 54 | 100%   |

Voor de analyse van hypothese 2 tot en met 4 betekent dit dat er 1 case geëxcludeerd zal worden, de overblijvende steekproef voor deze regressies bestaat dus uit 54 respondenten.

Deze afbakening verhoogt de analytische robuustheid en voorkomt vertekening door cellen met een zeer laag aantal waarnemingen.

### 4.3 Moderatoren

Wat betreft de aanwezigheid van een Raad van Bestuur (RvB\_AANWEZIG\_01) blijkt dat van de 54 bedrijven die een overname uitvoerden, er 30 (60%) een actieve Raad van Bestuur hadden. Het blijkt dat 12 bedrijven, wat overeenkomt met 21,22% van de bedrijven die een overname realiseerden, te maken kregen met post-overname personeelsweerstand (WEERSTAND\_PERS\_01). Tenslotte kwalificeren er 42 bedrijven onder familiaal karakter (FAMILIAAL\_KARAKTER\_01). Dit betekent dat 77,78% van de bedrijven die een overname uitvoerden tevens als familiegeleide bedrijven beschouwd kunnen worden.

*Tabel 8: Moderatorstatistieken - bedrijven met overnameactiviteiten*

| <b>RvB_AANWEZIG_01 (met OVERNAME_01 = 1)</b>       |    |        |
|----------------------------------------------------|----|--------|
| 1 = JA                                             | 30 | 60%    |
| 0 = NEE                                            | 24 | 40%    |
| TOTAAL                                             | 54 | 100%   |
| <b>WEERSTAND_PERS_01 (met OVERNAME_01 = 1)</b>     |    |        |
| 1 = JA                                             | 12 | 22,22% |
| 0 = NEE                                            | 42 | 77,78% |
| TOTAAL                                             | 54 | 100%   |
| <b>FAMILIAAL_KARAKTER_01 (met OVERNAME_01 = 1)</b> |    |        |
| 1 = JA                                             | 42 | 77,78% |
| 0 = NEE                                            | 12 | 22,22% |
| TOTAAL                                             | 54 | 100%   |

## 5 Empirische resultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten besproken van de regressieanalyses die zijn uitgevoerd ter toetsing van de vier vooropgestelde hypothesen. De analyses vertrekken vanuit het uitgangspunt dat overnames een impact kunnen hebben op de prestaties van ondernemingen, gemeten via *Return on Assets (ROA)*. Daarbij wordt onderzocht of deze relatie wordt beïnvloed door drie modererende variabelen: de aanwezigheid van een Raad van Bestuur, het familiaal karakter en personeelsweerstand na de overname.

De analyses worden opgebouwd aan de hand van lineaire regressiemodellen waarin zowel hoofdeffecten als interactietermen worden getest. Controlevariabelen zoals sector, internationale activiteit en bedrijfsgrootte worden consistent meegenomen in elk model om verstorende invloeden uit te sluiten. Tot slot wordt ook een robuustheidstoets uitgevoerd waarin het fictieve overnamejaar voor de controlegroep aangepast wordt om de stabiliteit van de gevonden resultaten te beoordelen.

### 5.1 Hypothese 1

De eerste hypothese (H1) stelde dat bedrijven die een overname realiseerden tussen 2018 en 2023 gemiddeld betere post-overname prestaties neerzetten dan bedrijven die geen overname uitvoerden. Om een correcte analyse uit te voeren werd aan de bedrijven die geen overname hebben uitgevoerd het fictieve overnamejaar '2020' toegekend. De relatie werd geschat met een lineair regressiemodel waar de post-overname gemiddelde ROA als afhankelijke variabele fungeert (ROA\_POSTGEM\_WIN). De verklarende, ook wel onafhankelijke variabele genoemd, werd in het model opgenomen als dummyvariabele (OVERNAME\_01) die aangeeft of een bedrijf al dan niet een overname heeft uitgevoerd (0 = geen overname, 1 = wel overname).

Daarnaast werd gecontroleerd voor sector (SECTOR\_3CAT), internationale activiteit (INTERNATIONAAL\_A\_01) en gemiddelde bedrijfsgrootte na overname (VTE\_POSTGEM\_WIN).

Uit het model blijkt dat er geen statistisch significant verband bestaat tussen het uitvoeren van een overname en de gemiddelde post-overname ROA ( $B = -0,419$ ;  $p = 0,789$ ). Ook de controlevariabelen tonen geen significante effecten: sector ( $p = 0,104$ ), internationale activiteit ( $p = 0,943$ ) en post-overname voltijds equivalenten ( $p = 0,359$ ) beïnvloeden de gemiddelde ROA niet op statistisch significante wijze.

Tabel 9: Regressieanalyse H1

| ROA_POSTGEM_WIN     | N          | B             | Sig.         |
|---------------------|------------|---------------|--------------|
| SECTOR_3CAT         | 185        | 1,411         | 0,104        |
| INTERNATIONAAL_A_01 | 185        | -0,102        | 0,943        |
| VTE_POSTGEM_WIN     | 185        | -0,010        | 0,359        |
| <b>OVERNAME_01</b>  | <b>185</b> | <b>-0,419</b> | <b>0,789</b> |

Op basis van bovenstaand model kan geconcludeerd worden dat er binnen deze steekproef geen statistisch significant verband werd vastgesteld tussen overname en de stijging van de gemiddelde bedrijfsprestaties gemeten via ROA. Hypothese 1 wordt hiermee niet bevestigd.



## 5.2 Hypothese 2

In het tweede regressiemodel werd de interactieterm opgenomen tussen het uitvoeren van een overname en de aanwezigheid van een actieve Raad van Bestuur, ter toetsing van Hypothese 2 (H2). Deze hypothese stelde dat de aanwezigheid van een dergelijk bestuursorgaan een positieve modererende invloed uitoefent op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties. Net zoals in het vorige model werd de gemiddelde post-overnameprestatie, gemeten via ROA (ROA\_POSTGEM\_WIN), als afhankelijke variabele opgenomen. De verklarende variabelen omvatten de overnamedummy (OVERNAME\_01), de aanwezigheid van een Raad van Bestuur (RvB\_AANWEZIG\_01), hun interactieterm, en controlevariabelen zoals sector (SECTRO\_3CAT), internationale activiteit (INTERNATIONAAL\_A\_01) en bedrijfsgrootte (VTE\_POSTGEM\_WIN)

De resultaten tonen aan dat de interactieterm tussen overname en de aanwezigheid van een Raad van Bestuur niet statistisch significant is ( $B = 1,000$ ;  $p = 0,707$ ). Dit wijst erop dat er geen bewijs is voor een modererend effect van een actief bestuursorgaan op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties. Ook het hoofdeffect van overname blijkt niet significant ( $B = -0,980$ ;  $p = 0,742$ ). Geen van de controlevariabelen levert een significante bijdrage, al nadert de sectorindeling de conventionele significantiedrempel ( $p = 0,092$ ). Internationale activiteit ( $p = 0,798$ ) en de gemiddelde grootte van het bedrijf gemeten via voltijds equivalenten ( $p = 0,200$ ) blijven eveneens zonder betekenisvol effect.

Tabel 10: Regressieanalyse H2

| ROA_POSTGEM_WIN                                   | N         | B        | Sig.         |
|---------------------------------------------------|-----------|----------|--------------|
| SECTRO_3CAT                                       | 54        | 1,415    | 0,092        |
| INTERNATIONAAL_A_01                               | 54        | -0,183   | 0,798        |
| VTE_POSTGEM_WIN                                   | 54        | -0,010   | 0,200        |
| OVERNAME_01                                       | 54        | -0,980   | 0,742        |
| <b>Interact OVERNAME_01 x<br/>RvB_AANWEZIG_01</b> | <b>54</b> | <b>1</b> | <b>0,707</b> |

Op basis van deze bevindingen wordt Hypothese 2 niet bevestigd. Er is onvoldoende empirisch bewijs om te stellen dat de aanwezigheid van een actieve Raad van Bestuur de impact van overnames op de bedrijfsprestaties positief beïnvloedt.

## 5.3 Hypothese 3

De derde hypothese (H3) onderzocht of het familiaal karakter van een onderneming een modererende invloed uitoefent op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties. Er werd verwacht dat familiegeleide bedrijven een beperkter positief effect van overnames zouden ondervinden, gezien hun doorgaans behoudendere strategie en focus op controlebehoud. Dit zou zich uiten in een negatief interactie-effect tussen het familiaal karakter en het uitvoeren van een overname. Om deze hypothese te toetsen werd een interactieterm opgenomen tussen het familiaal karakter (FAMILIAAL\_KARAKTER\_01), en de overnamevariabele (OVERNAME\_01). Deze interactie werd opgenomen in een lineair regressiemodel met de gemiddelde post-overname ROA (ROA\_POSTGEM\_01) als afhankelijke variabele. Controlevariabelen waren opnieuw sector

(SECTOR\_3CAT), internationale activiteit (INTERNATIONAAL\_A\_01) en bedrijfsgrootte (VTE\_POSTGEM\_WIN).

Uit de resultaten blijkt dat de interactieterm niet statistisch significant is ( $B = -4,128$ ;  $p = 0,193$ ). Hoewel de negatieve coëfficiënt in de verwachte richting wijst, biedt het model geen voldoende empirisch bewijs om te concluderen dat het familiaal karakter de relatie tussen overname en prestaties daadwerkelijk verzwakt. Ook de overnamevariabele op zich is niet significant ( $B = 2,751$ ;  $p = 0,341$ ), wat betekent dat er binnen deze steekproef geen significant verband werd vastgesteld tussen het uitvoeren van een overname en hogere bedrijfsprestaties.

De controlevariabelen blijven eveneens onder de conventionele significantiedrempel. De sectorindeling komt nog het dichtst in de buurt van significantie ( $p = 0,089$ ), terwijl internationale activiteit ( $p = 0,984$ ) en bedrijfsgrootte ( $p = 0,260$ ) geen betekenisvolle invloed uitoefenen op ROA.

*Tabel 11: Regressieanalyse H3*

| <b>ROA_POSTGEM_01</b>                                   | <b>N</b>  | <b>B</b>      | <b>Sig.</b>  |
|---------------------------------------------------------|-----------|---------------|--------------|
| SECTOR_3CAT                                             | 54        | 1,474         | 0,089        |
| INTERNATIONAAL_A_01                                     | 54        | -0,028        | 0,984        |
| VTE_POSTGEM_WIN                                         | 54        | -0,012        | 0,260        |
| OVERNAME_01                                             | 54        | 2,751         | 0,341        |
| <b>Interact OVERNAME_01 x<br/>FAMILIAAL_KARAKTER_01</b> | <b>54</b> | <b>-4,128</b> | <b>0,193</b> |

Hypothese 3 wordt op basis van deze resultaten niet bevestigd. Er is geen statistisch significante aanwijzing dat het familiaal karakter van een onderneming de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties modereert.

#### **5.4 Hypothese 4**

De vierde hypothese (H4) stelde dat post-overname personeelsweerstand een negatieve invloed zou uitoefenen op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties. Met andere woorden: het verwachte effect was dat, wanneer personeel post-overname weerstand bood, het positieve effect van een overname op de prestaties verzwakt zou worden. Om dit te onderzoeken werd een dummyvariabele gecreëerd voor personeelsweerstand (WEERSTAND\_PERS\_01) en werd deze gekoppeld aan een interactieterm met de overnamedummy (OVERNAME\_01). Deze interactieterm werd toegevoegd aan een lineair regressiemodel, waarbij de gemiddelde post-overname ROA (ROA\_POSTGEM\_WIN) als afhankelijke variabele werd opgenomen. Ook controlevariabelen zoals sector (SECTOR\_3CAT), internationale activiteit (INTERNATIONAAL\_A\_01) en bedrijfsgrootte (VTE\_POSTGEM\_WIN) werden opnieuw meegenomen.

De resultaten tonen aan dat de interactieterm tussen overname en personeelsweerstand niet statistisch significant is ( $B = 1,036$ ;  $p = 0,743$ ). Dit betekent dat er geen bewijs is voor een modererend effect van post-overname personeelsweerstand op de relatie tussen overname en prestaties. Opmerkelijk is dat de coëfficiënt positief is, terwijl oorspronkelijk een negatief effect werd verwacht. Ook de overnamevariabele zelf is niet significant ( $B = -0,647$ ;  $p = 0,707$ ). De

controlevariabelen bleken evenmin statistisch significant, al nadert de sectorvariabele de conventionele significantiedrempel ( $p = 0,109$ ). Internationale activiteit ( $p = 0,974$ ) en het gemiddelde aantal voltijds equivalenten ( $p = 0,347$ ) hebben geen betekenisvolle invloed op de verklaarde variantie in ROA.

Tabel 12: Regressieanalyse H4

| ROA_POSTGEM_WIN                                     | N         | B            | Sig.         |
|-----------------------------------------------------|-----------|--------------|--------------|
| SECTOR_3CAT                                         | 54        | 1,398        | 0,109        |
| INTERNATIONAAL_A_01                                 | 54        | -0,048       | 0,974        |
| VTE_POSTGEM_WIN                                     | 54        | -0,010       | 0,347        |
| OVERNAME_01                                         | 54        | -0,647       | 0,707        |
| <b>Interact OVERNAME_01 x<br/>WEERSTAND_PERS_01</b> | <b>54</b> | <b>1,036</b> | <b>0,743</b> |

Op basis van deze resultaten wordt Hypothese 4 niet bevestigd. Er is onvoldoende empirisch bewijs om te stellen dat post-overname personeelsweerstand de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties beïnvloedt.

### 5.5 Robuustheidstest

Om de robuustheid van de oorspronkelijke resultaten te toetsen, werd een alternatieve specificatie van het fictieve overnamejaar toegepast voor de bedrijven die tussen 2018 en 2023 geen overname hebben uitgevoerd. In de oorspronkelijke analyse werd het fictieve overnamejaar voor deze controlegroep vastgesteld op 2020, omdat dit overeenkwam met het gemiddelde overnamejaar in de steekproef van bedrijven die wél een overname hadden gerealiseerd. Dit fictieve jaar diende als referentiepunt om bedrijfsprestaties na overname systematisch te kunnen vergelijken met bedrijven zonder overname.

Voor de robuustheidsanalyse werd ervoor gekozen om het fictieve overnamejaar te verschuiven naar 2021, een logisch alternatief binnen het tijdsvenster van de studie. Deze keuze is onderbouwd doordat 2021 zich nog steeds binnen het centrale bereik van de analyseperiode bevindt, en toelaat om de afhankelijkheidsstructuur tussen prestaties en het gekozen referentiejaar te testen zonder dat de analyse wordt beïnvloed door de extremen van de tijdsperiode (zoals 2018 of 2023).

Na het hercoderen van het fictieve overnamejaar naar 2021, werden de variabelen betreffende ROA en het aantal voltijds equivalenten berekend op basis van de jaren die volgden op dit nieuwe referentiejaar (ROA\_POSTGEM\_21Win) en (VTE\_POSTGEM\_WIN\_21). Dit maakt het opnieuw mogelijk om de prestaties en controlevariabelen in dezelfde post-overnameperiode te observeren, wat methodologisch bijdraagt aan de interne validiteit van het model. Vervolgens werden alle regressiemodellen opnieuw geschat op basis van deze aangepaste variabelen. De hercodering naar het nieuwe overnamejaar werd steeds uitgevoerd met de reeds gewinsorde ROA en VTE-statistieken.

Deze robuustheidstest dient te bevestigen dat de eerder gevonden resultaten niet louter het gevolg zijn van de specifieke keuze voor het fictieve overnamejaar, maar dat ze standhouden onder alternatieve specificaties. Indien de resultaten overeenkomen kan er dus worden geconcludeerd dat de bevindingen voldoende robuust zijn ten opzichte van deze methodologische aanname.

### 5.5.1 Hypothese 1

De resultaten blijven consistent met de oorspronkelijke analyse. De overnamevariabele (OVERNAME\_01) toont opnieuw geen statistisch significant effect op de gemiddelde post-overname ROA (ROA\_POSTGEM\_WIN\_21) ( $B = -0,316$ ;  $p = 0,884$ ), en de richting van het effect blijft negatief. Ook de controlevariabelen zijn niet significant, met uitzondering van de sectorvariabele die net onder de conventionele drempel blijft ( $p = 0,084$ ).

Tabel 13: Robuustheidstest H1

| ROA_POSTGEM_WIN_21  | N          | B             | Sig.         |
|---------------------|------------|---------------|--------------|
| SECTOR_3CAT         | 185        | 1,534         | 0,084        |
| INTERNATIONAAL_A_01 | 185        | -0,318        | 0,872        |
| VTE_POSTGEM_WIN_21  | 185        | -0,012        | 0,259        |
| <b>OVERNAME_01</b>  | <b>185</b> | <b>-0,316</b> | <b>0,884</b> |

Deze bevindingen bevestigen dat de oorspronkelijke conclusies met betrekking tot Hypothese 1 namelijk *'Er is een positieve relatie tussen overname en bedrijfsprestaties'* robuust zijn ten opzichte van de toegepaste fictieve tijdsstructuur.

### 5.5.2 Hypothese 2

De resultaten tonen aan dat de interactieterm tussen overname (OVERNAME\_01) en RvB-aanwezigheid (RvB\_AANWEZIG\_01) niet statistisch significant is ( $B = 1,130$ ;  $p = 0,677$ ). Ook het hoofdeffect van overname is niet significant ( $p = 0,668$ ). De richting van de coëfficiënten blijft consistent met de oorspronkelijke analyse, wat erop wijst dat de richting van het verwachte effect behouden blijft, maar niet significant wordt bevestigd. De sectorvariabele (SECTOR\_3CAT) ( $p = 0,084$ ) benadert opnieuw de conventionele significantiedrempel, terwijl de overige controlevariabelen geen significante invloed vertonen.

Tabel 14: Robuustheidstest H2

| ROA_POSTGEM_WIN_21                            | N         | B            | Sig.         |
|-----------------------------------------------|-----------|--------------|--------------|
| SECTOR_3CAT                                   | 54        | 1,537        | 0,084        |
| INTERNATIONAAL_A_01                           | 54        | -0,410       | 0,781        |
| VTE_POSTGEM_01_21                             | 54        | -0,013       | 0,247        |
| OVERNAME_01                                   | 54        | -0,950       | 0,668        |
| <b>Interact OVERNAME_01 x RvB_AANWEZIG_01</b> | <b>54</b> | <b>1,130</b> | <b>0,677</b> |

Deze resultaten bevestigen dat Hypothese 2 namelijk *'De positieve relatie tussen overname en de bedrijfsprestaties wordt versterkt wanneer een Raad van Bestuur aanwezig is binnen de onderneming'* ook onder de aangepaste specificatie niet wordt bevestigd en dat de conclusies van het oorspronkelijke model robuust blijven ten opzichte van de gekozen fictieve tijdsstructuur.

### 5.5.3 Hypothese 3

De resultaten tonen aan dat de interactieterm tussen overname (OVERNAME\_01) en het familiaal karakter (FAMILIAAL\_KARAKTER\_01) opnieuw negatief is, zoals theoretisch verwacht, maar wederom niet statistisch significant blijkt ( $B = -4,243$ ;  $p = 0,190$ ). Ook het hoofdeffect van overname

(OVERNAME\_01) is niet significant ( $p = 0,320$ ). De controlevariabelen tonen een vergelijkbaar patroon als in de oorspronkelijke analyse: sector (SECTOR3CAT) nadert de conventionele significantiedrempel ( $p = 0,072$ ), terwijl internationale activiteit (INTERNATIONAAL\_A\_01) ( $p = 0,867$ ) en bedrijfsgrootte (VTE\_POSTGEM\_WIN) ( $p = 0,183$ ) geen significante invloed uitoefenen.

Tabel 15: Robuustheidstest H3

| ROA_POSTGEM_01_21                                       | N         | B             | Sig.         |
|---------------------------------------------------------|-----------|---------------|--------------|
| SECTOR_3CAT                                             | 54        | 1,598         | 0,072        |
| INTERNATIONAAL_A_01                                     | 54        | -0,224        | 0,867        |
| VTE_POSTGEM_WIN_21                                      | 54        | -0,015        | 0,183        |
| OVERNAME_01                                             | 54        | 2,939         | 0,320        |
| <b>Interact OVERNAME_01 x<br/>FAMILIAAL_KARAKTER_01</b> | <b>54</b> | <b>-4,243</b> | <b>0,190</b> |

Deze bevindingen suggereren dat de richting van de relatie stabiel blijft, maar dat er ook onder deze alternatieve specificatie geen statistisch bewijs is voor een modererende invloed van het familiebedrijf-karakter. De resultaten van Hypothese 3 die stelde dat *'De positieve relatie tussen overname en de bedrijfsprestaties gaat afnemen, als het bedrijf dat een overname uitvoert een familiaal karakter heeft'* blijken dus robuust in richting met de gekozen tijdsstructuur.

#### 5.5.4 Hypothese 4

De resultaten tonen aan dat de interactieterm tussen overname (OVERNAME\_01) en post-overname personeelsweerstand (WEERSTAND\_PERS\_01) niet statistisch significant is ( $B = 0,999$ ;  $p = 0,757$ ). De richting van het effect is positief, maar opnieuw in tegenspraak met de oorspronkelijke verwachting van een negatief moderatie-effect. Ook de overnamevariabele zelf ( $p = 0,760$ ) en de controlevariabelen blijven niet significant, met uitzondering van de sectorvariabele (SECTOR\_3CAT) die opnieuw dicht bij de conventionele significantiedrempel ligt ( $p = 0,088$ ).

Tabel 16: Robuustheidstest H4

| ROA_POSTGEM_WIN                                     | N         | B            | Sig.         |
|-----------------------------------------------------|-----------|--------------|--------------|
| SECTOR_3CAT                                         | 54        | 1,521        | 0,088        |
| INTERNATIONAAL_A_01                                 | 54        | -0,266       | 0,856        |
| VTE_POSTGEM_WIN                                     | 54        | -0,013       | 0,251        |
| OVERNAME_01                                         | 54        | -0,536       | 0,760        |
| <b>Interact OVERNAME_01 x<br/>WEERSTAND_PERS_01</b> | <b>54</b> | <b>0,999</b> | <b>0,757</b> |

Deze resultaten bevestigen dat de conclusies met betrekking tot Hypothese 4 robuust blijven onder de alternatieve specificatie van het fictieve overnamejaar. Deze hypothese stelde *'De positieve relatie tussen overname en de bedrijfsprestaties gaat afnemen, indien er post-overname weerstand van het personeel plaatsvindt'* en wordt eveneens niet bevestigd.

## **6 Conclusie**

In dit hoofdstuk worden de belangrijkste bevindingen van het onderzoek samengevat en kritisch besproken in het licht van de vooropgestelde hypothesen en de bestaande literatuur. Aansluitend wordt stilgestaan bij de bijdrage die deze masterproef levert aan de academische kennis en praktijkinzichten rond bedrijfsovernames. Tot slot worden de belangrijkste beperkingen van het onderzoek belicht en worden suggesties geformuleerd voor toekomstig onderzoek binnen dit domein. Deze reflectie biedt niet alleen een afronding van het onderzoeksproces, maar vormt ook een vertrekpunt voor verdere verdieping van het debat over de impact van overnames op bedrijfsprestaties binnen de Vlaamse bedrijfscontext.

### **6.1 Discussie**

#### **6.1.1 Hypothese 1: Relatie tussen overname en bedrijfsprestaties**

Hypothese 1 stelde dat bedrijven die in de periode 2018 tot 2023 een overname realiseerden gemiddeld betere post-overname bedrijfsprestaties zouden vertonen, op basis van de *ROA*, in vergelijking tot bedrijven zonder overname. Deze verwachting was gebaseerd op de literatuur die stelt dat fusies en overnames doorgaans leiden tot operationele synergieën, schaalvoordelen, en verbeterde efficiëntie, en zodoende tot betere bedrijfsprestaties kunnen leiden (Ismail et al., 2011). De resultaten van de regressieanalyse, toont echter geen significant verband tussen overname en betere bedrijfsprestaties.

Op basis van de literatuur is er een verantwoording waarom het verband tussen overname en bedrijfsprestaties mogelijk niet significant blijkt in korte-termijnanalyses, zoals in dit onderzoek. Verschillende studies benadrukken namelijk dat de positieve effecten van fusies en overnames vaak pas na meerdere jaren zichtbaar worden. Zo toonden Ismail et al. (2011) aan dat fusies en overnames wel degelijk positieve significante verbeteringen kunnen opleveren, maar dat dit pas duidelijk wordt wanneer men kijkt naar een langere periode na de overname. Het onderzoek van Ismail et al. (2011) vond namelijk een positief significant effect op lange termijn, wat impliceert dat de voordelen van fusies en overnames vaak niet onmiddellijk meetbaar zijn op de korte termijn.

Daarnaast wijst het onderzoek van Megginson et al. (2003) eveneens op het belang van de tijdshorizon bij het beoordelen van overname-effecten. Deze studie toont aan dat de prestaties sterk kunnen verschillen afhankelijk van het aantal jaren na de fusie waarop de analyse plaatsvindt. Zo werd vastgesteld dat bepaalde positieve effecten op bedrijfswaarde en operationele prestaties pas duidelijk werden na drie jaar of langer (Megginson et al., 2003). De analyse door Andre et al. (2004) ondersteunt dit verder door aan te geven dat veel fusies en overnames initieel tegenvallende prestaties opleveren, maar dat dergelijke transacties in een langer termijnperspectief vaak beter presteren. Ook hier werd duidelijk gemaakt dat negatieve korte-termijnresultaten deels verklaard kunnen worden door het feit dat integratieprocessen tijd vergen en dat synergieën pas later volledig benut worden (Andre et al., 2004).

Deze inzichten bieden een stevige basis voor de argumentatie dat het niet vinden van een significant positief verband tussen overname en bedrijfsprestaties in dit onderzoek mogelijk veroorzaakt wordt door het feit dat de onderzochte periode van 2018 tot 2023 nog te kort is om eventuele voordelen duidelijk zichtbaar te maken. Daarom kan toekomstig onderzoek dat zich richt op langere

observatieperiodes wellicht duidelijker uitsluitsel bieden over de werkelijke effecten van overnames op bedrijfsprestaties.

### **6.1.2 Hypothese 2: Modererende rol van een Raad van Bestuur**

Hoewel verwacht werd dat de aanwezigheid van een actieve Raad van Bestuur binnen Vlaamse bedrijven een positief modererend effect zou hebben op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties, werd dit effect niet teruggevonden. Een mogelijke verklaring voor het ontbreken van dit significante resultaat kan gevonden worden in specifieke kenmerken van corporate governance binnen kleinere en familiegeleide ondernemingen.

Field en Mkrtchyan (2017) tonen aan dat het positieve effect van een Raad van Bestuur sterk afhankelijk is van de ervaring en vooral van de bewezen kwaliteit van eerdere strategische beslissingen van bestuursleden. Enkel de aanwezigheid van een bestuursorgaan, zonder expliciete aandacht voor ervaring of kwalificaties, leidt niet automatisch tot betere prestaties na complexe transacties zoals overnames.

Kleinere raden van bestuur, zoals die vaak voorkomen in de Vlaamse context met veel familiegeleide bedrijven, kunnen minder goed in staat zijn om de gespecialiseerde kennis te bieden die noodzakelijk is voor succesvolle begeleiding van overnames (Tampakoudis et al., 2018). Kleine raden missen soms de diversiteit aan ervaring of het vermogen om diepgaande due diligence processen adequaat uit te voeren, waardoor hun effectiviteit kan afnemen bij complexe integratieprocessen na een overname (Tampakoudis et al., 2018).

Familiegeleide bedrijven worden sterk vertegenwoordigd in de steekproef. Uit de voorgenoemde studies kan afgeleid worden dat deze raden vaak minder onafhankelijk zijn en besluiten soms meer informeel of via familiale structuren worden genomen (Tampakoudis et al., 2018). Deze contextuele factoren kunnen mogelijks verklaren waarom in deze studie geen significant modererend effect van een Raad van Bestuur werd gevonden.

Samenvattend suggereren deze inzichten uit de literatuur dat binnen de Vlaamse bedrijfscontext met veel familiebedrijven en kleinere, minder formeel samengestelde raden van bestuur, de rol van een raad eerder adviserend of ondersteunend kan zijn en minder duidelijk meetbaar effect heeft op prestatieverbeteringen bij overnames. Dit biedt een plausibele verklaring voor het uitblijven van significantie bij hypothese 2.

### **6.1.3 Hypothese 3: Modererende invloed van het familiaal karakter**

Hypothese 3 stelde dat het familiaal karakter een negatieve modererende invloed heeft op de relatie tussen het uitvoeren van een overname en bedrijfsprestaties. Deze verwachting was gebaseerd op het *Socioemotional Wealth* (SEW)-raamwerk, dat benadrukt dat familiegeleide bedrijven naast financiële doelstellingen vooral ook sterk gericht zijn op het behoud van familiale controle, identiteit en langetermijncontinuïteit (Gómez-Mejía et al., 2010). Hierdoor wordt verwacht dat familiegeleide bedrijven na een overname minder snel zullen inzetten op ingrijpende organisatorische integraties en risicovolle groeistrategieën, wat een beperkter effect op de prestaties zou impliceren (Defrancq et al., 2016).

De resultaten van het regressiemodel bieden echter geen statistisch significante ondersteuning voor deze hypothese. De interactieterm tussen het familiaal karakter en het uitvoeren van een overname laat weliswaar een negatieve coëfficiënt zien ( $B = -4,128$ ), wat overeenkomt met de oorspronkelijke theoretische verwachting, maar deze relatie is niet significant ( $p = 0,193$ ). Dit wil zeggen dat het teken van de B-coëfficiënt in lijn is met eerdere bevindingen uit de literatuur, is er op basis van deze analyse geen robuust empirisch bewijs om te stellen dat het familiaal karakter effectief leidt tot een significant lagere impact van overnames op de bedrijfsprestaties.

Een verklaring voor het uitblijven van statistische significantie kan worden gezocht in de heterogeniteit binnen de groep familiegeleide bedrijven zelf. Zoals Worek (2017) benadrukt, vormen familiegeleide bedrijven geen homogene categorie. De mate van familiale betrokkenheid in eigendom, bestuur en management varieert sterk, wat leidt tot diverse strategische gedragingen en prestatie-uitkomsten (Worek, 2017). Dit impliceert dat niet alle familiegeleide bedrijven op gelijkaardige wijze omgaan met overnames of post-overname-integratie, wat het moeilijk maakt om eenduidige, statistisch significante effecten te detecteren in kwantitatieve analyses. Deze interne diversiteit binnen familiegeleide bedrijven kan dus het verwachte negatieve moderatie-effect verzwakken of overschaduw, ondanks dat de richting van het effect overeenstemt met de theoretische verwachting gebaseerd op het SEW-raamwerk (Worek, 2017).

Toekomstig onderzoek zou hier verder op kunnen inspelen door familiegeleide bedrijven meer in detail te segmenteren op basis van bijvoorbeeld generatieniveau, mate van formele governance of strategische oriëntatie, om zo fijnmaziger inzichten te verkrijgen in hun overnamedrag en prestaties. Toekomstig onderzoek kan ook baat hebben bij een grotere steekproef en aanvullende prestatie maatstaven, om zo duidelijker te bepalen of het familiaal karakter daadwerkelijk een significante modererende invloed heeft op de relatie tussen overnames en bedrijfsprestaties.

#### **6.1.4 Hypothese 4: Modererende invloed van post-overname personeelsweerstand**

Hypothese 4 stelde dat post-overname personeelsweerstand een negatieve impact zou hebben op de relatie tussen bedrijfsprestaties en het realiseren van een overname. Deze hypothese is gebaseerd op eerdere literatuur die stelt dat weerstand van medewerkers het integratieproces na een overname vertraagt, wat zich negatief vertaalt naar bedrijfsprestaties. Ondanks de duidelijke theoretische onderbouwing binnen de literatuurstudie toonden de resultaten van dit onderzoek geen significante modererende effecten van post-overname personeelsweerstand op de relatie tussen overname en bedrijfsprestaties.

Toch geeft Appelbaum et al. (2017) ook aan dat weerstand niet altijd enkel negatief hoeft te zijn. Indien het management effectief inspeelt op bezorgdheden van medewerkers, kan weerstand zelfs positief benut worden en uiteindelijk bijdragen tot een sterkere organisatie-identiteit en betere integratie na verloop van tijd (Appelbaum et al., 2017).

Recent onderzoek van Horton et al. (2024) voegt hieraan toe dat de mate waarin personeelsweerstand een daadwerkelijke impact heeft op bedrijfsprestaties afhankelijk is van de snelheid en effectiviteit waarmee het management reageert op deze weerstand. Goede



communicatie, duidelijkheid en transparantie blijken cruciaal om de impact van weerstand te beperken en medewerkers effectief door het integratieproces te begeleiden (Horton et al., 2024).

Een belangrijke kanttekening is echter ook dat slechts 12 van de 55 onderzochte bedrijven expliciet post-overname personeelsweerstand rapporteerden. Dit kleine aantal bedrijven dat weerstand rapporteerde, beperkt de robuustheid en betrouwbaarheid van de analyses aanzienlijk. Mogelijk was er onvoldoende statistische kracht aanwezig om significante effecten te detecteren.

Concluderend kan het ontbreken van significante resultaten dus mogelijks verklaard worden doordat bedrijven de weerstand van personeel goed beheerd hebben of deze weerstand relatief mild was. De informele en vlakke structuur binnen Vlaamse bedrijven kan ertoe leiden dat het management beter in staat is om weerstand snel en effectief op te lossen, waardoor de eventuele negatieve impact op bedrijfsprestaties wordt beperkt.

## **6.2 Contributie**

Hoewel de vooropgestelde hypotheses in dit onderzoek grotendeels niet statistisch significant bevestigd werden, levert deze masterproef toch een waardevolle bijdrage aan zowel de academische literatuur als de praktijk.

Allereerst biedt deze studie een genuanceerde kijk op de relatie tussen bedrijfsovernames en prestaties in de context van Vlaamse bedrijven, een doelgroep die in eerder onderzoek vaak onderbelicht bleef. Door expliciet te focussen op deze bedrijfsomgeving, draagt dit werk bij aan een betere verankering van overnameonderzoek in de realiteit van kleinere bedrijven.

Bovendien wordt in deze thesis niet enkel het directe verband tussen overnames en prestatie onderzocht, maar worden ook drie modererende factoren geïntegreerd: de aanwezigheid van een Raad van Bestuur, het familiaal karakter en post-overname personeelsweerstand. Hoewel geen van deze moderatie-effecten significant werd vastgesteld, zijn de inzichten wél waardevol. Ze suggereren echter dat de verwachte dynamieken complexer zijn dan initieel verondersteld en dat deze factoren mogelijk slechts onder bepaalde voorwaarden of in combinatie met andere elementen een effect uitoefenen. Deze bevindingen openen dan ook de deur naar verder onderzoek met bredere steekproeven, langere tijdshorizonten of andere prestatimaatstaven.

Daarnaast werd op methodologisch vlak bijgedragen via het gebruik van een fictief overnamejaar voor niet-overnemende bedrijven. Deze aanpak maakte het mogelijk om op een gestandaardiseerde manier prestaties over tijd te vergelijken. Ook hier toont het onderzoek dat deze keuze robuust is want alternatieve specificaties, zoals een verschoven fictief jaar, leiden niet tot fundamenteel andere conclusies.

Tot slot heeft dit onderzoek praktische relevantie. Het onderstreept voor bedrijfsleiders, accountants en beleidsmakers het belang van voorzichtigheid bij het interpreteren van overnames als gegarandeerde bron van prestatieverbetering. Het benadrukt dat overnames op zich geen garantie zijn voor betere resultaten, en dat bijkomende factoren zoals cultuur, governance en personeelsdynamiek mogelijk een veel grotere rol spelen dan verwacht.

Kortom, ook al bleken de geformuleerde hypothesen niet significant bevestigd, toont dit onderzoek wel dat de relatie tussen overnames en prestaties geen eenduidig verhaal is en dat verdere verfijning en verdieping van het debat noodzakelijk is. Juist daarin ligt de meerwaarde van deze masterproef.

### **6.3 Beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek**

Hoewel dit onderzoek waardevolle inzichten heeft opgeleverd in de relatie tussen bedrijfsovernames en bedrijfsprestaties binnen Vlaamse bedrijven, zijn er ook enkele beperkingen waarmee rekening gehouden moet worden. Deze beperkingen bieden tegelijk nuttige aanknopingspunten voor toekomstig onderzoek.

Ten eerste kan de gekozen sectorindeling als een belangrijke beperking worden gezien. De oorspronkelijke steekproef vertoonde namelijk een scheve verdeling, waarbij een aanzienlijk deel van de respondenten zichzelf indeelde onder de categorie 'Andere'. Om deze scheefheid te verminderen, werd daarom een nieuwe sectorindeling gemaakt op basis van drie bredere categorieën. Dit zorgde ervoor dat de steekproef werd teruggebracht naar 185 bedrijven, waarvan 54 bedrijven effectief een overname hadden uitgevoerd. Hoewel deze nieuwe indeling de verdeling rechter trok, blijft het mogelijk dat specifieke sectorale effecten onvoldoende nauwkeurig konden worden geïdentificeerd. Toekomstig onderzoek zou daarom baat hebben bij een meer gedetailleerde en evenwichtige sectorindeling vanaf het begin, waardoor verschillen tussen sectoren beter tot uiting komen.

Een tweede beperking van dit onderzoek betreft de relatief korte tijdshorizon van de observatieperiode (2018–2023). Literatuur wijst uit dat synergieën en positieve effecten van overnames vaak pas volledig zichtbaar worden op langere termijn (Ismail et al., 2011). Bovendien zorgt een korte observatieperiode ervoor dat voor bedrijven die een overname realiseerden aan het einde van de onderzochte periode (zoals in 2022), slechts één volledig jaar aan post-overnamegegevens beschikbaar was. Dit beperkt de robuustheid en generaliseerbaarheid van de conclusies. Toekomstig onderzoek kan deze beperking opvangen door een langere observatieperiode te kiezen, waardoor prestaties over meerdere jaren na de overname accurater en vollediger gemeten kunnen worden.

Een derde beperking betreft de methodologische keuze om voor niet-overnemende bedrijven een fictief overnamejaar toe te kennen. Hoewel dit theoretisch en empirisch verdedigbaar is, blijft het een assumptie die invloed kan hebben op de resultaten. Ondanks dat robuustheidstesten hebben aangetoond dat de resultaten consistent blijven, kan toekomstig onderzoek deze aanpak verder verfijnen of complementeren met andere technieken, zoals matchingmethoden, om de betrouwbaarheid en validiteit verder te verhogen.

Een bijkomende beperking betreft de manier waarop het familiaal karakter in dit onderzoek werd gecodeerd. De oorspronkelijke variabele (FAMILIAAL\_KARAKTER\_5) omvatte vijf antwoordcategorieën die verschillende vormen van familiale betrokkenheid weerspiegelden, gaande van eigendom tot perceptie. Voor de regressieanalyse werd deze herleid tot een binaire dummyvariabele (Familiaal\_KARAKTER\_01), waarbij bedrijven die voldeden aan ten minste één van de eerste vier kenmerken als familiegeleide bedrijven werden gecategoriseerd. Hoewel deze aanpak

een werkbare operationalisering mogelijk maakte, kan ze ook tot gevolg hebben dat interne verschillen binnen de groep familiegeleide bedrijven over het hoofd worden gezien.

Zoals Worek (2017) stelt, zijn familiegeleide bedrijven geen homogene groep: ze variëren sterk in termen van generatieniveau, mate van familiale controle, formele governance, en strategische focus. Deze heterogeniteit kan ertoe leiden dat tegenovergestelde effecten elkaar uitmiddelen in statistische analyses, wat het verklaren van significante moderatie-effecten bemoeilijkt. Toekomstig onderzoek zou daarom kunnen overwegen om meer genuanceerde categorieën op te nemen die verschillende types familiegeleide bedrijven onderscheiden. Zo kunnen bijvoorbeeld subgroepen worden gemaakt op basis van de combinatie van eigendom én bestuur door familieleden, of op basis van generaties in het management. Dergelijke verfijning kan bijdragen tot meer diepgaande inzichten in hoe het familiaal karakter daadwerkelijk de relatie tussen overnames en prestaties beïnvloedt.

Tot slot, gezien het relatief beperkte aantal waarnemingen ( $n=185$ ), is de steekproefomvang een mogelijke beperking. Dit is vooral relevant voor het analyseren van specifieke modererende effecten, zoals personeelsweerstand, waar het aantal waarnemingen met de specifieke moderator relatief laag was. Toekomstige studies zouden kunnen profiteren van grotere steekproeven om de statistische power te verhogen en subtiele effecten beter te detecteren.

Door rekening te houden met deze beperkingen kan toekomstig onderzoek nog gedetailleerder inzicht bieden in de complexe dynamiek tussen overnames en bedrijfsprestaties, vooral binnen de specifieke context van Vlaamse bedrijven.

## 7 Referentielijst

Andre, P., Kooli, M., & L'Her, J. (2004). The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the Canadian Stock market. *Financial Management*, 33(4), 27–43.

<https://econpapers.repec.org/article/fmafmanag/andrekooolilher04.htm>

Appelbaum, S. H., Karelis, C., Henaff, A. L., & McLaughlin, B. (2017). Resistance to change in the case of mergers and acquisitions: part 1. *Industrial And Commercial Training*, 49(2), 87–92.

<https://doi.org/10.1108/ict-05-2016-0032>

Badrtalei, J., & Bates, D. L. (2007). Effect of Organizational Cultures on Mergers and Acquisitions: The Case of DaimlerChrysler. *International Journal Of Management*, 24(2), 303.

<https://www.questia.com/library/journal/1P3-1317191381/effect-of-organizational-cultures-on-mergers-and-acquisitions>

Barney, J. B. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal Of Management*, 27(6), 643–650.

<https://doi.org/10.1177/014920630102700602>

Barney, J. B., Ketchen, D. J., & Wright, M. (2011). The Future of Resource-Based Theory. *Journal Of Management*, 37(5), 1299–1315. <https://doi.org/10.1177/0149206310391805>

Bendickson, J., Muldoon, J., Liguori, E., & Davis, P. E. (2016). Agency theory: the times, they are a-changin'. *Management Decision*, 54(1), 174–193. <https://doi.org/10.1108/md-02-2015-0058>

Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms. *Family Business Review*, 25(3), 258–279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>

Beverly, C., Sutejo, B. S., & Murhadi, W. R. (2019). Company performance before and after a merger. *Proceedings Of The 19th International Symposium On Management (INSYMA 2022)*.

<https://doi.org/10.2991/insyma-19.2019.8>

Brahma, S., Boateng, A., & Ahmad, S. (2023). Board overconfidence and M&A performance: evidence from the UK. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01133-8>

Choi, J., & Russell, J. S. (2004). Economic gains around mergers and acquisitions in the construction industry of the United States of America. *Canadian Journal Of Civil Engineering*, 31(3), 513–525.

<https://doi.org/10.1139/l04-004>

Das, T. K., & Teng, B. (2000). A resource-based theory of strategic alliances. *Journal Of Management*, 26(1), 31–61. [https://doi.org/10.1016/s0149-2063\(99\)00037-9](https://doi.org/10.1016/s0149-2063(99)00037-9)

Debicki, B. J., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J., Pearson, A. W., & Spencer, B. A. (2016). Development of a socioemotional wealth importance (SEWi) scale for family firm research. *Journal Of Family Business Strategy*, 7(1), 47–57. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.01.002>

Defrancq, C., Huyghebaert, N., & Luypaert, M. (2016). Influence of family ownership on the industry-diversifying nature of a firm's M&A strategy: Empirical evidence from Continental Europe. *Journal Of Family Business Strategy*, 7(4), 210–226. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.11.002>

- Field, L. C., & Mkrtchyan, A. (2016b). The effect of director experience on acquisition performance. *Journal Of Financial Economics*, 123(3), 488–511. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.001>
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Kintana, M. L. (2009). Diversification decisions in Family-Controlled firms. *Journal Of Management Studies*, 47(2), 223–252. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00889.x>
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. *Journal Of Management*, 17(1), 173–190. <https://doi.org/10.1177/014920639101700111>
- Horton, K., King, D. R., Bauer, F., Lamont, B., & Schriber, S. (2024). Integration, employee resistance, and acquisition performance. *European Management Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2024.02.003>
- Hussinger, K., & Issah, A. (2019). Firm Acquisitions by Family Firms: A Mixed Gamble Approach. *Family Business Review*, 32(4), 354–377. <https://doi.org/10.1177/0894486519885544>
- Huyghebaert, N., & Luypaert, M. (2009). Antecedents of growth through mergers and acquisitions: Empirical results from Belgium. *Journal Of Business Research*, 63(4), 392–403. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.06.003>
- Ismail, T. H., Abdou, A. A., & Annis, R. M. (2011). Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions. In EuroJournals Publishing, Inc., *The Review Of Financial And Accounting Studies* [Journal-article]. <https://www.alqashi.com/wp/wp-content/blogs.dir/2/files/2012/02/Review-of-Literature-Linking-Corporate-Performance-to.pdf>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Kothari, S., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal Of Accounting And Economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Laveren, E., Steijvers, T., & Umans, I. (2019). Groei door overname in Vlaanderen. Onderzoeksrapport Agentschap Innoveren en Ondernemen, 29 p.
- Li, K., & Prabhala, N. (2005b). Self-Selection models in corporate finance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.843105>
- Megginson, W. L., Morgan, A., & Nail, L. (2003). The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash. *Journal Of Banking & Finance*, 28(3), 523–552. [https://doi.org/10.1016/s0378-4266\(02\)00412-0](https://doi.org/10.1016/s0378-4266(02)00412-0)
- Mishra, C. S., & Mcconaughey, D. L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship Theory And Practice*, 23(4), 53–64. <https://doi.org/10.1177/104225879902300404>

- Mühlemann, N. S., Steffens, N. K., Ullrich, J., Haslam, S. A., & Jonas, K. (2022c). Understanding responses to an organizational takeover: Introducing the social identity model of organizational change. *Journal Of Personality And Social Psychology*, 123(5), 1004–1023. <https://doi.org/10.1037/pspi0000386>
- Rozen-Bakher, Z. (2017b). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *Service Industries Journal*, 38(7–8), 492–518. <https://doi.org/10.1080/02642069.2017.1405938>
- Soyadi, E. Y. (2019b). How Merger and Acquisition Affect Firm Performance and Its Quality. *Journal Of Accounting Finance And Auditing Studies*, 5(3), 42–53. <https://doi.org/10.32602/jafas.2019.30>
- Tampakoudis, I., Nerantzidis, M., Soubeniotis, D., & Soutsas, A. (2018). The effect of corporate governance mechanisms on European Mergers and Acquisitions. *Corporate Governance*, 18(5), 965–986. <https://doi.org/10.1108/cg-05-2018-0166>
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180. <https://doi.org/10.1002/smj.4250050207>
- Willam, R. (2023). Comparing company performance bades on types of mergers and acquisitions in the financial sector. *Jurnal scienta*, 12(2) <https://infor.seaninstitute.org/index.php/pendidikan/article/view/1387>
- Worek, M. (2017). Mergers and acquisitions in family businesses: current literature and future insights. *Journal Of Family Business Management*, 7(2), 177–206. <https://doi.org/10.1108/jfbm-04-2016-0009>
- Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan And The World Economy*, 14(3), 347–366. [https://doi.org/10.1016/s0922-1425\(01\)00081-0](https://doi.org/10.1016/s0922-1425(01)00081-0)