



CLASSIQUES  
GARNIER

BERRADA AL AZIZI (Taïb), HABBA (Badr), QUIDDI (Oumaima), « La politique de financement par endettement des grandes entreprises familiales dans les pays arabes », *Entreprise & société*, n° 8, 2020 – 2, p. 141-163

DOI : [10.15122/isbn.978-2-406-11416-1.p.0141](https://doi.org/10.15122/isbn.978-2-406-11416-1.p.0141)

*La diffusion ou la divulgation de ce document et de son contenu via Internet ou tout autre moyen de communication ne sont pas autorisées hormis dans un cadre privé.*

© 2021. Classiques Garnier, Paris.  
Reproduction et traduction, même partielles, interdites.  
Tous droits réservés pour tous les pays.

BERRADA AL AZIZI (Taïb), HABBA (Badr), QUIDDI (Oumaima), « La politique de financement par endettement des grandes entreprises familiales dans les pays arabes »

RÉSUMÉ – L'objectif de cet article est d'examiner, à travers une étude comparative sur des données de panel, les différences et/ou les ressemblances des déterminants du niveau d'endettement entre les grandes entreprises familiales cotées et les grandes entreprises non familiales cotées dans les pays arabes. Nos résultats, montrent le poids explicatif des variables patrimoniales dans l'explication du niveau d'endettement global des grandes entreprises familiales opérant dans les pays arabes.

MOTS-CLÉS – entreprises familiales, grande taille, financement hiérarchique, niveau d'endettement, politique de financement

BERRADA AL AZIZI (Taïb), HABBA (Badr), QUIDDI (Oumaima), « The policy of debt financing of large family businesses in Arab countries »

ABSTRACT – This paper focuses on the financing policy of large family firms in Arab countries through a comparative study using panel data between two samples; large listed family firms and large listed non-family firms. The study examines the differences and/or similarities in debt level determinants between family and non-family firms. Broadly, findings show a significant explanatory power of patrimonial variables in determining debt level of large family businesses in Arab countries.

KEYWORDS – Family business, large size, pecking order theory, debt level, financing policy

# LA POLITIQUE DE FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT DES GRANDES ENTREPRISES FAMILIALES DANS LES PAYS ARABES<sup>1</sup>

Taïb BERRADA AL AZIZI  
ESCA École de Management

Badr HABBA  
ESCA École de Management  
Laboratoire de Recherche en Gestion  
des Organisations (LAREGO)  
ENCG, Université Cadi Ayyad

Oumaima QUIDDI  
Laboratoire de Recherche en  
Gestion des Organisations  
(LAREGO)  
ENCG, Université Cadi Ayyad

## INTRODUCTION

S'il est communément admis que les entreprises familiales sont la forme la plus répandue d'entreprises dans le monde, cette prévalence

---

1 Les auteurs attestent que la réalisation de ce papier a été soutenue par : – La chaire « Entreprises familiales au Maroc », ESCA école de management, Casablanca, Maroc ; – Le CNRST (Centre National pour la Recherche Scientifique et Technique, Maroc) dans le cadre du Programme de Bourse d'Excellence de recherche.

apparaît avec plus d'acuité dans les pays arabes de la région du Moyen orient et d'Afrique du Nord (MENA). Elle justifie l'intérêt porté à cette catégorie d'entreprises. Les statistiques montrent qu'en général, les familles contrôlent presque 95 % des entreprises en Asie et Moyen-Orient (Kets de Vries, Carlock, 2010), 90 % des entreprises dans la région MENA contribuent à 60 % du PIB et 80 % de l'emploi dans les pays du Moyen-Orient (PricewaterHouseCoopers, 2018). Ce poids semble être plus important dans le cas des pays arabes de la région MENA (Hassan Jameel, 2019).

Certes, la politique de financement des entreprises familiales est viscéralement liée à la nature de leurs contexte institutionnel (Bajaj et al., 2020). Cependant et malgré la présence de certaines disparités économiques et politiques entre les différents pays, leurs économies sont confrontées aux mêmes évolutions et aux mêmes ruptures au niveau économique et social. C'est ce constat qui justifie que les instances internationales et les chercheurs considèrent les pays arabes de la région MENA comme un contexte homogène du fait des problématiques traitées (AMF, 2016).

Au niveau social et culturel, on retrouve des traits communs entre les pays arabes de la région MENA. D'une part, l'influence des familles arabes qui s'explique par la place centrale occupée par le clan, une structure séculaire ancrée dans la culture arabo-musulmane. Cette structuration socioculturelle justifie la prévalence des familles arabes dans les affaires. D'autre part, les sociétés arabes sont marquées par un système de valeurs communes qui se manifestent à travers la religion, la langue, les backgrounds historiques et que renforce la proximité géographique des pays (Thai et al., 2013).

Palaiologos (2017) montre que dans les pays arabes de la région MENA, la pression inhérente à la forte dominance de la réputation de la famille, la loyauté et la solidarité dans le clan renforcent encore plus la culture familiale en tant qu'actif spécifique de l'entreprise familiale et font que leur spécificité dans les pays arabes de la région MENA soit encore plus marquée que dans les autres contextes socioculturels. De par leur fort enracinement territorial et leur stratégie d'investissement sur un horizon à long terme, ces entreprises contribuent intensément à la création de richesse et à la stabilisation socio-économique dans cette région.

Paradoxalement, au niveau académique, l'intérêt pour la politique de financement des entreprises familiales de ces pays est resté relativement timide. La majorité des idées sur les entreprises familiales et sur leurs politiques de financement sont issues des travaux occidentaux ou asiatiques. Pour le cas des pays arabes de la région MENA, certains auteurs s'intéressent à l'encastrement culturel des entreprises familiales arabes et identifient un impact clair sur leurs comportements (Basly, 2017).

Certaines études montrent que 65 % des entreprises familiales dans les pays arabes de la région MENA sont entre les mains de la première et de la seconde génération et qu'une minorité d'entre elles disposent d'instances de gouvernance familiales (Ernst & Young, 2015). Ce constat étaye l'idée que la morphologie des entreprises familiales rend l'enjeu de la continuité de leur développement problématique puisqu'elle la soumet à la capacité des associés à maîtriser les questions de la succession et de la cohésion familiale. La nature du contrôle familial pourrait aussi s'avérer préjudiciable à leur processus de développement puisqu'elles sont censées manifester une réticence à l'égard des sources de financement qui pourraient altérer le contrôle familial, voire même réduire leur autonomie. Dans ce registre, de nombreuses études empiriques ont laissé ressortir une aversion vis-à-vis de l'endettement au niveau des entreprises familiales par rapport aux entreprises non familiales (McConaughy et al., 2001). Néanmoins, certaines études affirment que plus l'entreprise familiale grandit dans le temps, plus son comportement financier s'aligne sur celui des GE non familiales (Chen et al. (2010). Sonfield et Lussier (2008) expliquent ce conformisme par l'obligation pour ces entités, du fait de leur dimension et du risque qui s'y rattache, de déclencher la professionnalisation de leurs processus décisionnels et de gouvernance et d'activer l'éloignement progressif de la sphère familiale. Cette dynamique placerait la grande entreprise familiale face aux normes traditionnelles dictées par les marchés financiers et rejaillirait par-là même sur la nature de ses décisions financières. En général, les travaux menés semblent attester que les déterminants du financement par endettement se comportent de manière similaire tant dans le cas des entreprises familiales que dans celui des entreprises non familiales. Le questionnement qui surgit alors pourrait être formulé comme suit : la politique de financement par endettement des

grandes entreprises (GE) familiales présente-t-elle des particularités comparativement au cas des GE non familiales dans les pays arabes de la région MENA ?

Apporter des éléments de réponse, ne serait-ce que partiellement à cette interrogation, présente un intérêt certain. Tout d'abord, la spécificité des contextes socioculturel, économique et financier auxquels font face les entreprises familiales de la région arabe devraient imprégner la vision que se forment leurs dirigeants autour de la politique de financement par endettement. Cette dimension pourrait elle-même avoir un impact important sur la pérennité des GE familiales de la région et leur dynamique de croissance. Dans ce sens, la volonté des pouvoirs publics de renforcer la croissance économique des économies arabes passe alors nécessairement par une réflexion sur la nature des politiques de financement des entreprises familiales.

Empiriquement, l'idée du conformisme de la part des GE familiales quant à leur politique de financement par endettement ne fait pas l'unanimité (Schmid, 2013). À cette ambivalence des résultats des études empiriques, s'ajoute le fait que peu d'études se sont intéressées en dehors des États-Unis et l'Europe à l'impact de l'actionnariat familial sur la politique de financement par endettement des GE familiales. De ce point de vue, notre étude présente un intérêt empirique puisqu'elle s'intéresse au cas spécifique de la GE familiale dans les pays arabes de la région MENA, au moment où de plus en plus d'auteurs interpellent la remise en cause de la vision monolithique de l'entreprise familiale.

## 1. CADRE THÉORIQUE DE L'ÉTUDE

La remise en cause de la vision monolithique de la spécificité du comportement financier des entreprises familiales (1.1) a permis aux études d'expliquer davantage la politique de financement par endettement des GE familiales à l'aune du cadre issu à la fois de la théorie financière et des théories sur les spécificités des entreprises familiales (1.2).

### 1.1. LA FRAGILITÉ D'UNE VISION MONOLITHIQUE DE LA SPÉCIFICITÉ DU COMPORTEMENT FINANCIER DES ENTREPRISES FAMILIALES

La préservation du contrôle familial de l'entreprise et sa transmission aux autres générations constitue la finalité ultime des dirigeants. La logique familiale est alors attachée à une philosophie empreinte de prudence et à une tendance à l'évitement des situations génératrices de risques. Cette attitude, loin de se limiter au fondateur, concerne toute la famille. La culture familiale conforme le développement de l'entreprise et pourrait justifier le souhait des dirigeants de maintenir l'autofinancement comme principale source de financement. Du fait que le financement par endettement présente un risque de perte de contrôle, les entreprises familiales prennent généralement moins de risque et s'endettent moins que les entreprises non familiales (Chibani Ltaief et al., 2016). Dans le même registre, les travaux s'intéressant à l'étude du poids des contraintes financières dans la lignée des travaux de Fazzari et al. (1988) ont montré que les entreprises familiales relient plus significativement leurs investissements au niveau de leur financement interne sans qu'elles ne soient pour autant soumises à de fortes contraintes financières (Gugler, 2003).

Néanmoins, la spécificité du comportement financier des entreprises familiales devrait s'estomper dans le cas des GE familiales. En effet, plus l'entreprise grandit, plus son âge est significatif, plus le contrôle se retrouve entre les mains des jeunes générations et le management se professionnalise (Lohwasser et Hoch, 2019). Cette rupture trouve sa légitimation dans les faits qui montrent que les liens familiaux s'atténuent au cours du cycle de vie et affectent l'entreprise à travers l'écllosion des conflits d'intérêts significatifs, entre les membres de la famille souvent actionnaires familiaux (Steier, 2003). Empiriquement, plusieurs études confirment que plus l'entreprise familiale grandit, plus elle subit des coûts d'agence au même titre que les entreprises managériales, ce qui fonde la motivation pour le choix de l'endettement comme une source de financement.

Cette tendance est corroborée par les résultats des enquêtes menées par les grands cabinets de conseil auprès des GE familiales (PWC, 2017). Vu de ce prisme, la politique de financement des GE familiales semble être le résultat d'un arbitrage entre la nécessité de lever des fonds par

endettement pour réduire le risque de perte du contrôle familial d'une part, et le besoin de modérer le niveau d'endettement pour désintensifier le risque de faillite d'autre part (Gottardo et Moisello, 2014). Plusieurs études empiriques montrent que les entreprises familiales s'endettent plus que leurs comparables non familiales (Schmid, 2013). L'idée avancée par Poutziouris et al. (2006) et Lyagoubi (2006) affirme dans le cas des entreprises familiales cotées, que le fait qu'un niveau élevé de dilution du capital flottant puisse rendre le coût du contrôle direct des dirigeants familiaux plus élevé, justifie le recours à l'endettement comme mécanisme de contrôle additionnel.

#### 1.2. UNE LECTURE DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT DES GE FAMILIALES À L'AUNE DES ENSEIGNEMENTS TIRÉS DE L'ÉTUDE DES DÉTERMINANTS DE FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT DES GE MANAGÉRIALES

Les théories développées en finance ont offert différentes explications aux comportements financiers des GE managériales. Parmi elles, la théorie du compromis, initiée par les travaux de Modigliani et Miller (1958), qui considèrent que les entreprises fixent un niveau d'endettement espéré qu'elles déterminent sur la base d'un équilibre entre les avantages fiscaux de la dette et les coûts des difficultés financières. Quant à elle, la théorie de financement hiérarchique proposée par Myers et Majluf (1984) a démontré que les entreprises se financent en respectant un ordre de priorité : autofinancement, dette sans risque, dette risquée et, enfin, augmentation de capital. Malgré la consistance des travaux empiriques menés par la suite, les pratiques concrètes des entreprises sont encore peu cernées (Myers, 2001). La littérature empirique reconnaît de plus en plus que le financement par endettement est influencé par d'autres variables très spécifiques à chaque entreprise (Adedeji, 2002). La majorité des travaux se réfèrent aux études empiriques précédentes pour identifier les déterminants les plus significatifs issus de la littérature.

##### 1.2.1. *La rentabilité*

La majorité des travaux insiste sur le poids de la rentabilité et la profitabilité comme critères explicatifs du financement par endettement. Ainsi, Rajan et Zingales (1995), de même que Carpentier et Suret (1999)

mettent en évidence une relation négative entre le niveau d'endettement des entreprises et leur rentabilité. Ce constat va dans le sens de la théorie du financement hiérarchique puisque plus une entreprise est rentable, plus elle a de possibilités pour renforcer son autofinancement et s'endetter moins. Dans un autre sens, plus une entreprise est rentable, plus son image est favorable auprès des créanciers puisque cette rentabilité joue le rôle d'une garantie de leur point de vue. Cette variable devrait donc, dans cette deuxième configuration, être associée à une augmentation de l'endettement. Une telle relation semble conforter la pertinence de la théorie du compromis.

### 1.2.2. *La tangibilité*

Murtaza et Azam (2019) montrent que c'est dans les situations où l'information est indisponible ou excessivement coûteuse et où les contrats de prêts doivent être établis à partir d'informations asymétriques que s'apprécie le rôle des garanties. Comme le soulignent Touil et Mamoghli (2019), « *Les actifs tangibles servent de garantie et protègent les prêteurs contre les risques d'aléa moral* ». Les études relèvent que l'endettement est fortement associé à la détention d'actifs immobilisés corporels non spécifiques dans le bilan de l'entreprise, ce qui semble logique puisque la surface des actifs immobilisés corporels constitue une assise de garantie aux yeux des créanciers. Ainsi, la capacité d'endettement des entreprises devrait être confortée par cette capacité d'offre de garanties qui incite les dirigeants à être plus sélectifs dans le choix des projets d'investissement et contribue à atténuer la probabilité d'occurrence des risques de sélection adverse associée à l'asymétrie d'information. Les banquiers semblent en faire même une question de confiance (Bourdieu et Draznieks, 1996).

### 1.2.3. *La solvabilité et la liquidité*

La solvabilité et la liquidité, considérées globalement, mettent en évidence la capacité d'une entreprise à mieux respecter ses obligations financières à court terme et à survivre à des conditions économiques défavorables (Allouche et al., 2008). La liquidité devrait être associée positivement à l'endettement du fait que les entreprises les plus liquides

fournissent une plus ample assurance aux banques quant à leur capacité de remboursement.

#### *1.2.4. Les opportunités de croissance*

Dans la lecture offerte par la théorie du financement hiérarchique, si l'on estime que l'entreprise en phase de forte croissance n'a pas toujours les moyens d'autofinancer entièrement sa croissance, il devrait y avoir une association positive entre ces opportunités et le taux d'endettement. Cela signifierait que les entreprises s'endettent en priorité pour financer leur déficit de financement. Or, selon un autre argumentaire, les entreprises disposant d'importantes opportunités de croissance devront ressentir plus de difficultés à se financer par endettement puisque la valeur liquidative des actifs sous-jacents est quasiment nulle (Adedeji, 2002).

#### *1.2.5. L'âge de l'entreprise*

Tout un courant théorique insiste sur l'effet bénéfique des relations avec les banques sur les possibilités de financement par endettement (Petersen et Rajan, 1995), favorisant ainsi la constitution d'une réputation sur le marché financier (Diamond, 1989). Des études montrent que l'âge de la firme, la durée de la relation avec la banque et la concentration de la structure de la dette bancaire influencent favorablement la disponibilité des crédits. L'âge de l'entreprise imprègne la possibilité d'endettement dans la mesure où une entreprise âgée a prouvé sa capacité de survivre à la période d'établissement d'une position sur ses marchés. Dans le cas des entreprises familiales, le concept de la réputation englobe en plus la réputation de la famille (Sageder et al., 2018).

## 2. MÉTHODOLOGIE

Cette section est consacrée à la présentation de l'échantillon (2.1), du modèle et des tests empiriques (2.2).

## 2.1. ÉCHANTILLON

Les données ont été collectées à partir de la base de données financières « Orbis » pour chacune des années de la période allant de 2011 à 2017. Deux échantillons représentant respectivement les 100 plus grandes entreprises familiales et les 100 plus grandes entreprises non familiales en termes de taille ont été définitivement retenus.

Au niveau conceptuel, une entreprise familiale est une entreprise dont la propriété est contrôlée par les membres d'une famille ou plus qui influencent l'orientation et les politiques de l'entreprise, par le biais de leurs postes de direction, de leurs droits de propriété ou de leurs rôles familiaux (Tagiuri & Davis, 1982). C'est surtout la participation de la famille au contrôle et dans la direction l'entreprise qui font d'elle une entreprise familiale avec l'intention des membres de la famille à conserver la propriété (Schulze et al., 2001).

À l'instar de Leach et al. (1990), nous considérons que les entreprises familiales sont celles contrôlées au moins à hauteur de 50 % par une famille et dirigées par une personne physique membre de la famille. Nous choisissons de centrer l'étude empirique sur les grandes entreprises cotées des pays arabes de la région MENA. De notre point de vue, la grande taille d'une entreprise est qualifiée sur la base du chiffre d'affaires réalisé conformément aux limites définies par chacun des pays étudiés. La cotation en bourse est également un critère de définition de la population. Étant donné que notre étude se sert des données secondaires, nous avons privilégié les entreprises cotées afin de nous assurer de la fiabilité des données extraites des comptes audités et rendus publics.

Après l'application des critères d'échantillonnage, nous avons abouti à un échantillon final d'entreprises provenant de 12 pays arabes, lesquels sont l'Algérie, l'Arabie Saoudite, le Bahreïn, l'Égypte, les Émirates Arabes, l'Iraq, la Jordanie, le Koweït, le Maroc, l'Oman, le Qatar, et la Tunisie. La représentation des secteurs d'activité est équilibrée en pourcentages entre vingt secteurs d'activité. Les secteurs liés aux activités financières sont éliminés de notre échantillon du fait que ces dernières sont soumises à une réglementation spécifique.

## 2.2. LE MODÈLE ET LES TESTS EMPIRIQUES

La politique d'endettement que l'étude souhaite éclaircir est représentée par deux variables dépendantes, le taux d'endettement global ENDG et le taux d'endettement à long terme ENDLT. Les variables explicatives s'inscrivent dans quatre axes que sont : la solidité financière (ROE, SOL, LIQ), la surface des garanties (TAN), le potentiel de croissance (CRO) et l'intensité relationnelle sur le marché de la dette (AGE). Ces axes reflètent les principaux courants théoriques s'intéressant à la politique de financement par endettement des entreprises notamment les travaux issus de la théorie du financement hiérarchique et ceux de la théorie du rationnement du crédit et son prolongement par l'étude de l'effet modérateur des relations avec les banques sur les possibilités de financement externe. Il convient de souligner que les résultats de ces théories ne font généralement pas le consensus.

Ensuite, la variable représentative des opportunités de croissance a été introduite comme variable de contrôle. Elle permet de capturer l'effet des opportunités d'investissement sur le besoin en termes d'endettement. Par ailleurs, la portée explicative de certaines variables semble être limitée par le poids des intentions décisionnelles qui font que même lorsque l'entreprise dispose d'opportunités d'investissement et que ses possibilités d'endettement sont favorables du fait de sa bonne santé financière, de la surface de ses garanties, il est incertain que le choix définitif soit orienté vers l'endettement. Ce décalage entre les possibilités d'endettement et la décision de financement effective a été justifié par l'aversion au risque des dirigeants des firmes non familiales et par le désir de préserver le contrôle familial dans le cas des firmes familiales.

Ainsi, nous avons procédé à la spécification de deux modèles explicatifs de la politique d'endettement au sein des deux catégories d'entreprises, familiales et non familiales.

**Modèle (1) :**

$$\text{ENDG} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ROE}) + \beta_2 (\text{CRO}) + \beta_3 (\text{SOL}) + \beta_4 (\text{LIQ}) + \beta_5 (\text{TAN}) + \beta_6 (\text{AGE}) + \text{ait}$$

**Modèle (2) :**

$$\text{ENDLT} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ROE}) + \beta_2 (\text{CRO}) + \beta_3 (\text{SOL}) + \beta_4 (\text{LIQ}) + \beta_5 (\text{TAN}) + \beta_6 (\text{AGE}) + \text{ait}$$

TAB. 1 – Dictionnaire des variables.

Variable	Mesure	Codification
Taux d'endettement global	Dettes totales / Capitaux propres	ENDG
Taux d'endettement à long terme	Dettes à long terme / Capitaux propres	ENDLT
Rentabilité financière	Résultat net / capitaux propres	ROE
Opportunités de croissance	Valeur boursière / Valeur comptable	CRO
Solvabilité	(Résultat net + Dépréciation) / Total passif	SOL
Liquidité	Actif circulant / passif circulant	LIQ
Tangibilité	Actif immobilisé tangible / Actif total	TAN
Réputation	Age de l'entreprise (Logarithme népérien de l'âge de l'entreprise)	AGE

Dans une première étape, nous avons mené un test statistique pour identifier les différences significatives entre les deux échantillons indépendants par l'approche des échantillons non appariés. Ensuite, des tests empiriques plus affinés ont été menés pour cerner le poids explicatif des différentes variables explicatives de l'endettement dans le cas des GE familiales comparativement aux GE non familiales.

Avant de procéder aux tests statistiques et ayant conscience du risque de présence de multi-colinéarité entre les variables explicatives, nous avons effectué des tests de corrélation entre les variables indépendantes du modèle. Les résultats des tests de corrélation sont rassurants et permettent d'intégrer les variables simultanément dans les tests qui suivent.

Notre démarche empirique exploite les données dans les deux dimensions, temporelle et transversale. Ces données, appelées données de panel, permettent d'étudier un ensemble d'individus suivi dans le temps. Cette double dimension constitue un avantage par rapport aux autres types de données notamment celles des séries temporelles. Elle permet, en effet, de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité. Les résultats des tests statistiques que nous avons menés ont permis d'accepter l'existence de l'hétérogénéité individuelle (Test de Fisher). Ensuite, les tests d'endogénéité d'Hausman

ont rejeté l'hypothèse de l'indépendance entre l'hétérogénéité individuelle non observée et les variables explicatives dans le cas des estimations du modèle basé sur la variante ENDG. Dans ce cas, l'estimateur Within permet, en éliminant l'hétérogénéité individuelle, d'avoir un estimateur non biaisé et convergent. C'est la raison pour laquelle, nous nous sommes basés sur les résultats donnés par le modèle à effet individuel fixe pour les différentes interprétations et discussions des tests de ce modèle. Néanmoins, les tests d'Hausman ne sont pas significatifs dans le cas des tests du modèle basé sur la variante ENDLT. Dans ce cas, le modèle à effet individuel aléatoire est retenu. Il permet de contrôler les hétérogénéités individuelle ou temporelle non observées qui peuvent être corrélées avec les variables explicatives et les intégrer dans le résidu de la régression. Ce dernier est donc constitué de deux composantes : la composante aléatoire standard et la composante aléatoire. L'estimateur du modèle à effet aléatoire est l'estimateur des moindres carrés généralisés. Les tests de Breusch-Pagan nous ont permis de vérifier la significativité des effets aléatoires.

### 3. RÉSULTATS EMPIRIQUES ET DISCUSSION

Cette section expose les différents résultats de l'estimation des deux modèles pour chaque catégorie d'entreprise. De premier abord, les statistiques descriptives des variables dépendantes et indépendantes sont présentées (3.1). Ensuite, il sera question de discuter les facteurs déterminants de la politique de financement par endettement au sein des GE familiales comparativement aux GE non familiales (3.2).

#### 3.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

En référence au tableau ci-dessous (Tableau 2), nous pouvons visualiser des écarts entre les deux catégories d'entreprise par rapport aux mesures étudiées sur la période (2011-2017).

TAB. 2 – Statistiques descriptives.

Variable	Échantillon	Moyenne	Écart type	Min	Max
ENDG	GE F	58,99	76,76	0	509,08
	GE NF	72,7	85,56	0	555,87
ENDLT	GE F	48,78	107,57	0	1043,28
	GE NF	66,41	133,74	0	1384,42
ROE	GE F	7,87	30,44	-400,68	108,34
	GE NF	10,44	19,23	-177,21	101,03
ROA	GE F	10,94	9,65	-86,45	78,55
	GE NF	12,55	8,57	-4,73	53,1
CRO	GE F	4,39	4,56	0,31	39,27
	GE NF	5,56	4,85	-0,71	51,82
SOL	GE F	55,76	26,03	2,07	99,53
	GE NF	57,11	22,37	9,06	99,7
LIQ	GE F	2,23	2,19	0	21,11
	GE NF	1,85	1,53	0,06	21,89
TAN	GE F	33,56	22,45	0,04	91,89
	GE NF	39,84	22,86	0,27	91,33
AGE	GE F	1,44	0,24	0,60	1,86
	GE NF	1,38	0,32	0,69	2,14

Les moyennes du taux d'endettement global montrent que les GE familiales sont moins endettées (58,99 % contre 72,70 %) avec à peu près la même proportion pour l'endettement à long terme (48,78 % contre 66,41 %).

Globalement, ce résultat s'inscrit dans la lignée de plusieurs études empiriques montrant que les entreprises familiales adoptent des politiques financières conservatrices pour éviter le risque de perte de contrôle familial. L'entreprise familiale, dans la représentation de ses actionnaires familiaux, est un actif à transmettre aux générations futures, ce qui peut

induire une forte aversion pour les décisions stratégiques et financières porteuses de risque. De ce fait, en raison de l'association qu'il pourrait y avoir entre l'adoption d'une politique de financement par endettement et l'aggravation du niveau de risque, les actionnaires familiaux sont plus réticents à l'égard de l'endettement global (McConaughy et al., 2001).

Ce premier résultat est en accord avec plusieurs enquêtes menées sur les GE familiales issues des pays arabes de la région MENA, qui relèvent que leurs dirigeants manifestent une préférence claire pour l'autofinancement. Une enquête menée par Deloitte (2017) auprès d'une quarantaine de groupes familiaux d'envergure opérant au Moyen-Orient relève que la moitié des entreprises acceptent l'endettement comme option possible pour leur financement (contre 37 % qui recourent effectivement à ce mode de financement). Une autre enquête diligentée par PriceWaterhouseCoopers - PWC (2017) auprès des entreprises familiales du Moyen-Orient relève que 76 % des répondants affichent leur préférence pour l'autofinancement tant que faire se peut. Néanmoins, les dirigeants affirment qu'en cas de besoin, ils n'hésiteraient pas à envisager le recours au financement externe dans des conditions qui ne toucheraient pas substantiellement à leur indépendance. Dans le même sens, El Azizi et Habba (2018), dans une étude portant sur les entreprises familiales de la région de MENA relèvent que les GE familiales relient leur niveau d'investissement de manière plus significative au financement interne comparativement aux PME familiales. Les auteurs affirment que cette sensibilité plus forte dans le cas des GE familiales témoigne d'une logique patrimoniale de la part de leurs dirigeants. Ces premiers résultats ne corroborent pas la thèse du conformisme du comportement financier des GE familiales à celui des GE non familiales. Cette thèse de conformisme avance que plus la taille de l'entreprise familiale grandit, plus ses choix financiers deviennent rationnels et plus ouverts sur les possibilités de recours à l'endettement et aux autres formes du financement externe.

À l'échelle des variables explicatives, les entreprises familiales paraissent moins rentables sur le plan financier (7,87 % contre 10,44 %) et économique (10,94 % contre 12,55 %) mais plus liquides (2,23 contre 1,85). Quant aux opportunités de croissance et la solvabilité, les deux mesures affichent des niveaux considérablement élevés pour la GE non familiale. Finalement, la variable âge ne manifeste pas de grande différence entre les deux catégories d'entreprise.

En résumé, les statistiques descriptives concernant les différents indicateurs étudiés montrent des différences entre la GE familiale et non familiale. Il reste à tester la significativité de ces différences à travers des tests d'inférence.

### 3.2. L'ÉTUDE DES FACTEURS DÉTERMINANTS DE L'ENDETTEMENT AU SEIN DES DEUX CATÉGORIES D'ENTREPRISES

La seconde étape de notre recherche a eu pour objectif l'étude des facteurs déterminants de l'endettement au sein des GE familiales comparativement aux GE non familiales. Un modèle a été testé séparément sur les deux catégories d'entreprises retenues (GE familiales et GE non familiales) et sous deux variantes différentes pour chaque échantillon. Les résultats générés par le logiciel STATA sont exposés dans les tableaux 2 et 3.

TAB. 3 – Estimation des modèles basés sur la variante ENDLT.

Variable dépendante : ENDLT		
Variables indépendantes	GE familiales	GE non familiales
ROE	-0.0569 (-0.77)	-0.00130 (-0.01)
CRO	9.389*** (7.07)	3.003** (2.76)
SOL	-1.205*** (-4.09)	-1.043*** (-4.68)
LIQ	69.92*** (3.71)	61.58*** (5.58)
TAN	1.555*** (3.59)	2.432*** (5.48)
AGE	124.9 (2.51)	87.65 (1.73)
_cons	-213.7** (-2.63)	-155.6 (-1.85)
N	100	100
R – sq.	0.3597	0.2047
Fisher test	0.0000	0.0000
Breush-Pagan test	0.0000	0.0000
Hausman test	0.4647	0.1020

La statistique t est entre parenthèses.

\* pour significatif à 10 % ; \*\* pour significatif à 5 % ; \*\*\* pour significatif à 1 %

D'abord, le test empirique effectué sur la base de la variable endettement à long terme ne permet presque aucune discrimination entre les deux échantillons étudiés. L'endettement à long terme des GE de manière générale semble être influencé par des considérations relatives à la volonté de minimiser les conséquences des conflits d'agence entre l'entreprise et ses créanciers. En effet, le tableau 3 montre la similarité des poids explicatifs des différents déterminants dans les deux échantillons. L'endettement à long terme semble être déterminé par le poids des opportunités de croissance, la solvabilité, la liquidité et la tangibilité des actifs détenus. Le poids significatif de la croissance adossé à la neutralité de la rentabilité financière au sein des deux échantillons est conforme à l'idée que les investissements des GE sont plus soumis au poids de la croissance qu'à celui de la contrainte de financement externe. La pertinence des variables de la solvabilité, la liquidité et de la tangibilité des actifs s'explique par le fait que ces trois dispositions sont le signe que les GE gèrent leur politique de financement par endettement dans le temps. La solvabilité et la liquidité reflètent une meilleure capacité de faire face aux engagements. Quant à la tangibilité des actifs, elle leur permet de gérer le déficit d'image auprès des créanciers en modérant leurs choix d'investissement (nature des actifs). Ce constat est prévisible en finance puisque plus la nature des actifs possédés par une entreprise est tangible, moins, celle-ci est sensible à l'altération introduite par l'asymétrie d'information et au risque de sélection adverse déterminant du point de vue des créanciers (Bartholdy et Mateus, 2011).

TAB. 4 – Estimation des modèles basés sur la variante ENDG.

Variable dépendante : ENDG		
Variables indépendantes	GE familiales	GE non familiales
ROE	-0.586*** (-4.08)	-0.481** (-2.68)
CRO	2.124 (1.92)	4.583*** (3.84)
SOL	-2.438*** (-10.39)	-2.325*** (-9.98)
LIQ	-8.127	20.09

	(-0.56)	(1.75)
TAN	0.861**	0.378
	(2.71)	(0.73)
AGE	12.89	202.9**
	(0.46)	(2.94)
_cons	226.8	-95.01
	(4.68)	(-0.86)
N	100	100
R – <i>sq.</i>	0.6700	0.4641
Fisher test	0.0000	0.0000
Breush-Pagan test	0.0000	0.0000
Hausman test	0.0997	0.0004

La statistique t est entre parenthèses.

\* pour significatif à 10 % ; \*\* pour significatif à 5 % ; \*\*\* pour significatif à 1 %

Lorsqu'on traite de l'endettement global (Tableau 4), nonobstant le cas des variables rentabilité financière et solvabilité, on constate une discrimination prononcée entre les deux échantillons. En effet, le pouvoir explicatif de la ROE et celui de la solvabilité sont significatifs et ce de manière indifférente de la nature du contrôle de l'entreprise. Ainsi, plus une grande entreprise est financièrement rentable et solvable, plus elle sera capable de s'autofinancer et moins elle aura recours à l'endettement. Ce résultat s'inscrit dans la même tendance d'une majorité des travaux empiriques (Rajan et Zingales, 1995). Par ailleurs, la nature des actifs traduite par le degré de leur tangibilité semble être pertinente cette fois-ci uniquement dans le cas des GE familiales. Ce même constat ressort dans d'autres études portant sur les entreprises familiales (Gottardo et Moisélo, 2014).

Cette forte sensibilité de l'endettement des GE familiales à la nature de leurs actifs par rapport aux GE non familiales remet en cause l'idée que le contrôle familial des entreprises constitue systématiquement un signal favorable de leur niveau de risque. Normalement, la surface des garanties et la tangibilité des actifs devraient constituer une assurance pour les créanciers dans le cas de l'endettement à long terme puisque le risque de sélection adverse ne semble pertinent que lorsqu'il s'agit de la

décision d'investissement et de la nature des actifs engagés. Le résultat de nos tests empiriques en réhabilitant le poids explicatif de la variable TAN dans le cas de l'endettement global des GE familiales, donne un relief particulier à la notion de risque et aux relations d'agence de cette catégorie d'entreprises. Autrement dit, lorsque le niveau d'endettement à court-terme des GE familiales s'accroît, leur niveau de risque perçu par leurs partenaires devrait s'intensifier à telle enseigne que ceux-ci exigent plus de garanties. Ce résultat nuance la thèse d'Anderson et Reeb. (2003) qui défend l'idée que le caractère familial est un signal favorable en termes de risque perçu par les partenaires.

Par contre, la variable AGE, proxy du niveau de réputation dont jouit une entreprise auprès du marché de crédit, semble être plus pertinente dans le cas exclusif des GE non familiales. Ceci corrobore la thèse défendue par le courant d'allègement dans le cas des entreprises managériales (Petersen et Rajan, 1995) et confirme l'idée que la réputation de l'entreprise a moins de poids dans les relations entre les entreprises familiales et leurs banques que la réputation de la famille elle-même tant qu'on évoque l'endettement global (Lyagoubi, 2006).

Toutes choses considérées, notre étude a permis une lecture renouvelée du poids spécifique de l'endettement à court terme dans le cas des GE familiales. En effet, l'endettement global des GE familiales est significativement conditionné par leur capacité à offrir une surface de garantie. Ce résultat n'apparaît nullement chez les GE non familiales. La tendance des GE familiales à recourir à l'endettement à court terme serait donc un facteur d'aggravation de leur niveau de risque perçu. Cette thèse peut être expliquée par la prédominance de leur logique patrimoniale. En effet, on démontre que le caractère prudentiel qui est inhérent au contrôle familial conduit ces entreprises à constituer des niveaux de stocks plus importants, accroissant ainsi leur besoin en financement d'exploitation qu'elles financent par des crédits à court terme. Cette attitude pourrait être derrière la défiance des partenaires à l'égard de l'augmentation de l'endettement global du fait que celle-ci manifeste un manque d'optimisation managériale et un risque d'exploitation accru.

D'autres études confirment que ce type de comportement est une fuite en avant de la part des dirigeants des entreprises familiales face à leur crainte de s'engager à long terme (Romano et al., 2001). À terme, cette attitude qui vise à préserver l'autonomie décisionnelle pourrait

avoir un impact inverse à l'effet recherché en aggravant le déséquilibre bilanciel des entreprises et le niveau de risque signalé.

Ce résultat qui semble anormal dans le cas des GE familiales rejoint clairement l'affirmation de Gallo et al. (2004) qui montrent que même lorsque le management des entreprises familiales est professionnalisé, leurs décisions sont dominées par l'aversion au risque de perte du contrôle familial et la crainte ressentie à l'égard des sources de financement externe y compris l'endettement.

Du point de vue des pouvoirs publics, notre étude signifie qu'à ce niveau les leviers de la politique monétaire perdent de leur efficacité. Il s'agit alors plus de sensibiliser les GE familiales à réorienter leur politique de financement par endettement vers le long terme que d'alléger leurs conditions du financement pour influencer réellement leur dynamique de croissance.

## CONCLUSION

Cette recherche s'est fixé pour objectif d'étudier le comportement financier des GE familiales dans les pays arabes de la région MENA. Notre travail a été motivé par les résultats d'une série de travaux plus ou moins récents qui laissent se dégager l'idée d'un quasi-alignement des comportements des GE familiales sur le comportement traditionnel tel qu'il est préconisé par la théorie financière classique. Notre approche méthodologique a reposé sur l'exploitation des données de panel à partir de deux échantillons, les GE familiales cotées et leurs équivalentes non familiales cotées. Les résultats obtenus ont montré que les GE familiales ne manifestent aucune différence significativement marquée par rapport aux GE non familiales quand il s'agit de l'explication de leur niveau d'endettement à long terme. Par contre, notre étude a soulevé que cette similarité s'estompait quand on traite du niveau d'endettement global. Les tests menés montrent le poids explicatif des variables rattachées à la logique patrimoniale qui est prédominante dans le cas des GE familiales.

En synthèse, notre recherche réhabilite la notion de risque perçu dans l'étude de la politique de financement par endettement des entreprises

familiales et ce quelle que soit leur taille. Ce faisant, elle sollicite la mobilisation des cadres théoriques plus enrichis pour mieux comprendre la politique financière des entreprises familiales et la nature des contraintes qui pèsent sur leur dynamique. Il sera également d'une grande importance d'intégrer dans les futurs travaux des mesures reflétant les préceptes culturels caractérisant la région. En raison de non disponibilité des données, il n'a pas été possible d'inclure cette dimension dans le présent papier. Or, l'accent devrait être mis sur les valeurs culturelles et sur les contextes du processus décisionnel et de l'expérience managériale dans l'ensemble.

## BIBLIOGRAPHIE

- ADEDEJI A., (2002), « A Cross-Sectional Test of Pecking Order Hypothesis Against Static Trade-Off Theory on UK Data », [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302827](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302827) (dernière consultation 01/10/2020).
- ALLOUCHE J., AMANN B., JAUSSAUD J., & KURASHINA T. (2008), « The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan : A matched-pair investigation », *Family business review*, vol. 21, n° 4, p. 315-330.
- AMF. (2016), « *Arabic Economic Outlook Report* (in Arabic) », Septembre. Abu Dhabi : Arab Monetary Fund.
- ANDERSON R. C., & REEB D. M. (2003), « Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage », *The Journal of Law and Economics*, vol. 46, n° 2, p. 653-684.
- BAJAJ Y., KASHIRAMKA S. AND SINGH S. (2020), « Capital structure dynamics : China and India (Chindia) perspective », *European Business Review*, vol. 32, n° 5, p. 845-868.
- BARTHOLDY J., MATEUS C. (2011), « Debt and taxes for private firms », *International Review of Financial Analysis*, vol. 20, No 3, p. 177-189.
- BASLY S. (2017), *Family Businesses in the Arab World*, Springer, Boston.
- BOURDIEU J., DRAZNIIEKS A. (1996), « L'octroi de crédit aux PME : une analyse à partir d'informations bancaires », *INSEE, document de travail*, 69603.
- CARPENTIER C., SURET J. M. (1999), « Stratégies de financement des entreprises françaises : Une analyse empirique », *Stratégies*, vol. 99, p. 9.
- CHEN H. L., HSU W. T., HUAN, Y. S. (2010), « Top management team characteristics, R&D investment and capital structure in the IT industry », *Small Business Economics*, vol. 35, n° 3, p. 319-333.
- CHIBANI LTAIEF F. (2016), « La structure financière des entreprises familiales : une analyse fondée sur la théorie du Pecking Order », p. 84-97.
- DELOITTE (2017), « A new age for family businesses in the Middle East », p. 1-20.
- DIAMOND D. W. (1989), « Reputation acquisition in debt markets », *Journal of political Economy*, vol. 97, n° 4, p. 828-862.
- EL AZIZI T. B., HABBA B. (2018), « Les effets des contraintes financières sur la dynamique des investissements des entreprises familiales de la région MENA », *La Revue Gestion et Organisation*, vol. 10, n° 1, p. 36-43.

- ERNST AND YOUNG (2015), « Women in leadership » [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-women-in-leadership-the-family-business-advantage/\\$FILE/eywomen-in-leadership-the-family-business-advantage.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-women-in-leadership-the-family-business-advantage/$FILE/eywomen-in-leadership-the-family-business-advantage.pdf) (dernière consultation 01/10/2020).
- FAZZARI S., HUBBARD R. G., PETERSEN B. (1988), « Investment, financing decisions, and tax policy », *The American Economic Review*, vol. 78, n° 2, p. 200-205.
- GALLO M. Á., TÀPIES J., CAPPUYNS K. (2004), « Comparison of family and nonfamily business : Financial logic and personal preferences », *Family Business Review*, vol. 17, n° 4, p. 303-318.
- GOTTARDO P., MOISELLO A. M. (2014), « The capital structure choices of family firms », *Managerial Finance*, vol. 40, n° 3, p. 254-275.
- GUGLER K. (2003), « Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment », *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, n° 7, p. 1297-1321.
- HASSAN JAMEEL, (2019), « Family businesses are the lifeblood of the Middle East. How do we ensure they survive ? », World Economic Forum, 8 août.
- KETS DE VRIES M. F. (2010), *Reflections on character and leadership : on the couch with Manfred Kets de Vries*, John Wiley & Sons, New York.
- LEACH P., KENWAY-SMITH W., HART A., MORRIS T., AINSWORTH J., BETERLSEN E., PASARI V. (1990), « Managing the family business in the UK : A Stoy Hayward survey in conjunction with the London Business School », Stoy Hayward, Londres.
- LOHWASSER T. S., HOCH F. (2019), *The influence of political characteristics on the relationship between family control and firm performance : A meta-analytical approach*, n° 5, 2019.
- LYAGOUBI M. (2006), « Family firms and financial behavior : how family shareholder preferences influence firm's financing », *Handbook of research on family business*, p. 537-551.
- MCCONAUGHY D. L., MATTHEWS C. H., FIALKO A. S. (2001), « Founding family-controlled firms : Performance, risk, and value », *Journal of small business management*, vol. 39, n° 1, p. 31-49.
- MODIGLIANI F., MILLER M. H. (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *The American economic review*, vol. 48, n° 3, p. 261-297.
- MURTAZA S., AZAM I. (2019), « The Relationship between Ownership Structure and Capital Structure », *SEISENSE Journal of Management*, vol. 2, n° 4, p. 51-64.
- MYERS S. C., MAJLUF N. S. (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* (No. w1396), National Bureau of Economic Research.
- MYERS S. C. (2001), « Capital structure », *Journal of Economic perspectives*, vol. 15, n° 2, p. 81-102.

- PALAIOLOGOS G. T. (2017), « Theorising on Arab Family Businesses », *Family Businesses in the Arab World*, p. 23-40, Springer, Boston.
- PETERSEN M. A., RAJAN R. G. (1995), « The effect of credit market competition on lending relationships », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n° 2, p. 407-443.
- POUTZIOURIS P., SMYRNIOS K., KLEIN S. (Ed.). (2008), *Handbook of research on family business*. Edward Elgar Publishing.
- PRICewaterhouseCOOPERS (2018), *At the gate and beyond. Middle East Family Business Survey 2017*.
- PRICewaterhouseCOOPERS (2017), « The Middle East family business », *Middle East Family Business Survey 2016*.
- RAJAN R. G., ZINGALES L. (1995), « What do we know about capital structure? Some evidence from international data », *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, p. 1421-1460.
- ROMANO C. A., TANESKI G. A., SMYRNIOS K. X. (2001), « Capital structure decision making : A model for family business », *Journal of business venturing*, vol. 16, n° 3, p. 285-310.
- SAGEDER M., MITTER C., FELDBAUER-DURSTMÜLLER B. (2018), « Image and reputation of family firms : a systematic literature review of the state of research », *Review of Managerial Science*, vol. 12, n° 1, p. 335-377.
- SCHMID T. (2013), « Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms », *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 2, p. 257-272.
- SCHULZE W. S., LUBATKIN, M. H., DINO, R. N., BUCHHOLTZ, A. K. (2001), « Agency relationships in family firms : Theory and evidence », *Organization science*, vol. 12, n° 2, p. 99-116.
- SONFIELD M. C., LUSSIER R. N. (2008). « The influence of family business size on management activities, styles and characteristics », *New England Journal of Entrepreneurship*, vol. 11, n° 2, p. 47-56.
- STEIER L. (2003), « Variants of agency contracts in family-financed ventures as a continuum of familial altruistic and market rationalities », *Journal of Business Venturing*, vol. 18, n° 5, p. 597-618.
- TAGIURI R., DAVIS J. (1996), « Bivalent attributes of the family firm », *Family business review*, vol. 9, n° 2, p. 199-208.
- THAI M. T. T., TURKINA E., LALONDE J. F. (2013), « Cultural determinants of Arab entrepreneurship : An ethnographic perspective », *Journal of Enterprising Communities : People and Places in the Global Economy*.
- TOUIL M., MAMOGLI C. (2020), « Institutional environment and determinants of adjustment speed to the target capital structure in the MENA region », *Borsa Istanbul Review*, vol. 20, n° 2, p. 121-143.