



HAL
open science

La structure financière des entreprises familiales : une analyse fondée sur la théorie du Pecking Order

Faten Chibani, Jamel Henchiri

► **To cite this version:**

Faten Chibani, Jamel Henchiri. La structure financière des entreprises familiales : une analyse fondée sur la théorie du Pecking Order. Journal of Academic Finance, 2016. ⟨hal-01739419⟩

HAL Id: hal-01739419

<https://hal.science/hal-01739419v1>

Submitted on 21 Mar 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

**La structure financière des entreprises familiales :
une analyse fondée sur la théorie du Pecking Order**

Faten Chibani Ltaief
RED-ISG Gabès
Tunisie

Jamel Eddine Henchiri
RED-ISG Gabès
Tunisie

Résumé

Cet article a pour objectif d'analyser dans quelle mesure la théorie du financement hiérarchique (Pecking order theory) est d'une application pertinente pour les entreprises familiales. Pour cela, nous avons comparé deux séries d'entreprises familiales et d'entreprises non familiales non cotées dans le contexte français. Nos résultats indiquent que le comportement financier des entreprises familiales diffère en général de celui des entreprises non familiales. Les entreprises familiales privilégient le financement interne au détriment du financement externe et, en cas de recours à un financement externe, l'endettement est préféré à l'augmentation de capital. La théorie du Pecking order se justifie plutôt pour les entreprises familiales que pour les entreprises non familiales.

Mots-clés : Entreprises familiales - Théorie du financement hiérarchique – déficit de financement interne.

Abstract

This paper aims to analyze whether pecking order theory has a relevant application for family businesses. For this purpose, we compared two series of family and non-family unlisted firms in the French context. Our results indicate that generally the financial behavior of family businesses differs from non-family enterprises. Family business prefer internal financing to external financing and, in the case of external financing, debt is preferred to the capital increase. The Pecking order theory is more appropriate for family businesses than for non-family businesses.

Key words: Family business - Hierarchical financing theory - internal financing gap.

Introduction

La structure du capital optimale est toujours considérée comme ambiguë et non résolue (Ampenberger et al. 2013) . Depuis les publications des deux propositions de (Modigliani and Miller 1958; Modigliani and Miller 1963), une variété d'approches a été inventée pour expliquer la structure du capital de l'entreprise. Ces approches comprennent entre autres la théorie du Trade Off et celle du Pecking Order, qui utilisent différentes caractéristiques de l'entreprise, pour expliquer les décisions de financement, comme les avantages fiscaux de financement de la dette, la dette à risque croissant d'insolvabilité, où il y a une asymétrie d'information entre les entreprises et les investisseurs. Une des explications les plus pertinentes, est celle de Donaldson (1961) qui propose sur la base de l'approche de (Myers and Majluf 1984) une autre approche plus développée qui s'appuie sur la présence de l'asymétrie d'information entre la direction de l'entreprise et les investisseurs externes. La théorie du Pecking Order n'utilise pas de ratio d'endettement cible, mais établit un classement des différentes formes de financement. Selon ces classements, les entreprises préfèrent le financement interne, les emprunts extérieurs et les émissions d'actions nouvelles.

Au cours de deux dernières décennies, la théorie du Pecking Order a été testée à plusieurs reprises, de manière empirique. Bien que les résultats varient, les études empiriques récentes se distinguent par deux volets.

Dans le premier volet, (Rajan et Zingales 1995) identifient l'influence de certaines caractéristiques de l'entreprise sur le niveau d'endettement l'entreprise. D'après ces auteurs, quatre caractéristiques influencent le niveau d'endettement : la rentabilité, la tangibilité des actifs, l'opportunité de croissance et la taille de l'entreprise.

Le deuxième volet analyse le changement de ratio de la dette, par rapport au solde interne de financement de l'entreprise. C'est le point de vue de (Shyam-Sunder et C. Myers 1999), un déficit ou un excédent de financement, entraîne directement une augmentation ou une diminution de la dette.

La plupart des études précédentes se sont focalisées surtout sur les entreprises managériales. Peu d'études ont été consacrées sur la structure financière des entreprises familiales, et surtout à l'applicabilité de la théorie du Pecking Order. Nous pouvons citer l'étude réalisée par (López-Gracia et Sánchez-Andújar 2007), à ce propos. La présente étude est donc consacrée aux entreprises familiales françaises non cotées au cours, de la période 2003–2012, comparées aux entreprises non familiales françaises non cotées.

Ainsi, la particularité de la structure financière des entreprises familiales réside dans l'implication de la famille dont l'objectif ultime est la pérennité de l'entreprise.

Nous allons donc analyser la relation de l'entreprise familiale avec la théorie du Pecking Order. Dans ce cadre, nous aborderons, d'abord, l'asymétrie d'information des entreprises familiales. Ensuite, nous montrerons l'importance du dirigeant actionnaire familiale dans les décisions de financement. L'étude empirique sera ensuite détaillée. Une fois les résultats des tests évalués, les conclusions seront finalement tirées et discutées.

1. Revue de la littérature

L'hypothèse de l'existence d'un ratio de dette optimal est rejetée par la théorie du Pecking Order. En effet, souvent, les entreprises suivent une hiérarchie de financements précise, en raison de la présence d'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires.

Selon cette hiérarchie, les entreprises optent en premier lieu pour le financement interne sans frais d'information, en seconde lieu, pour l'introduction de la dette, et en dernier ressort, pour le financement externe par actions, qui a les coûts d'information les plus élevés.

Dans le contexte de l'entreprise familiale, l'émission de nouvelles actions ainsi que les nouveaux investisseurs devraient entraîner la dilution du contrôle, qui n'est pas acceptée. Les entreprises familiales sont également caractérisées par l'autonomie financière et un accès limité aux financements externes. De plus, ces entreprises sont généralement dirigées et détenues par un membre de la famille. En cela, l'hypothèse du modèle, qui suppose que le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires existants, n'est pas rejetée.

Enfin, ces entreprises sont caractérisées par la volonté de pérennité de leurs activités et de leur contrôle.

Toutefois, cette hiérarchie s'exprime différemment et ceci, en liaison avec les décisions du dirigeant de l'entreprise. Ainsi, le dirigeant décide, en fonction de son aversion au risque, soit pour maximiser la richesse des actionnaires, soit d'agir pour son bien-être.

1.1. Les coûts d'asymétrie informationnelle des entreprises familiales

Selon (Stiglitz 2000), l'asymétrie d'information se produit lorsque l'information est imparfaite, ou coûteuse. Nous parlons d'asymétrie de l'information lorsque l'une des parties contractantes détient des connaissances inférieures à celles de l'autre partie, concernant les véritables intentions de la contrepartie et les activités prévues (Seidler 1974; Mas-Colell et al. 1995).

Beyer et al. (2010) mettent en évidence deux rôles importants de l'information dans la décision financière. Tout d'abord, l'information comptable est importante dans les décisions d'évaluation, où les investisseurs ont besoin de renseignements exacts et suffisants, avant la décision

d'investissement. Un tel rôle de l'information est considéré comme ex ante et réduit les chances de sélection adverse (réduction de la possibilité d'accorder des prêts à des emprunteurs indésirables).

En outre, les investisseurs doivent savoir si leurs fonds sont utilisés dans le but pour lequel ils sont censés être utilisés, ou s'ils sont utilisés de façon sous-optimale.

Le second rôle est l'ex post, ou rôle d'intendance. Ce rôle de l'information réduit les chances de l'aléa moral (réduction de la possibilité d'activités qui ne sont pas souhaitables par le prêteur).

La séparation du contrôle de la propriété des entreprises est importante car elle entraîne une asymétrie de l'information et des problèmes d'agence, entre ceux qui contrôlent et ceux qui ne contrôlent pas.

Les coûts d'agence se décomposent en trois coûts : Les coûts de contrôle, engagés par le principal afin de limiter le comportement opportuniste du dirigeant ; les coûts d'obligation, engagés par les actionnaires pour justifier de la qualité de leurs actions, et les coûts résiduels, dus à l'impossibilité d'exercer un contrôle total du dirigeant. Ces coûts d'agence ont une influence sur la décision de financement de l'entreprise ; Ce sont eux qui permettent de justifier la mixité des structures financières existantes. Il existe trois types de relations d'agence pour les entreprises familiales : celle entre actionnaires et dirigeants, entre actionnaires dirigeants et actionnaires minoritaires, celle enfin, entre créanciers et actionnaires dirigeants.

Pour les cas des entreprises familiales, les coûts d'agence peuvent être favorablement faibles, s'il existe une relation familiale entre les propriétaires et les dirigeants.

Pour ces arguments, les chercheurs tels que (Daily and Dollinger 1992) concluent que les entreprises familiales représentent l'une des plus efficaces formes de gouvernance organisationnelle pour le contrôle du coût d'agence entre actionnaires et dirigeants.

Les entreprises familiales sont généralement gérées par les membres de la famille proche ; par conséquent, ces derniers ont tendance à avoir des préoccupations exceptionnelles au sujet de la pérennité et une forte incitation pour à superviser la direction de l'entreprise (Andres, 2008). Ainsi, les entreprises familiales sont caractérisées par un sens de l'unité. Cette dernière leur permet de mener une vision à long terme. Les membres de la famille possèdent une meilleure information sur l'intérieur de l'entreprise, en comparaison avec les gestionnaires et les investisseurs extérieurs, parce qu'ils ont une connaissance approfondie de l'entreprise (Anderson and Reeb 2003).

Cependant, (Fama and Jensen 1983; Schulze et al. 2001) suggèrent qu'une participation élevée des membres de la famille peut créer un autre problème : le conflit d'intérêts entre actionnaires familiaux et actionnaires minoritaires. Ce conflit d'intérêts se manifeste sous diverses formes : les actionnaires propriétaires peuvent se livrer au vol des bénéficiaires, vendre les actifs et les produits de l'entreprise à des prix anormalement bas, accorder des emplois bien rémunérés aux parents et amis

moins qualifiés (Ward 2011) ou payer des salaires déraisonnablement élevés pour les cadres de la famille.

Selon Sacristán-Navarro et Gómez-Ansón (2007), les entreprises familiales connaissent une grave asymétrie de l'information. De plus, un problème d'enracinement émerge, et celui-ci se situe plutôt entre les familles et le contrôle des actionnaires minoritaires qu'entre le contrôle des familles et les dirigeants. En effet, les actionnaires familiaux ont pour objectifs la pérennité de leur entreprise et pour cela peuvent décider de ne pas distribuer les bénéfices pour financer un projet, tandis que l'objectif de pérennité est généralement vu comme un principe négatif par les actionnaires minoritaires, car la distribution des bénéfices ou le recours à une augmentation du capital, est faible. Dans le même ordre d'idées, l'asymétrie de l'information augmente l'effet de l'enracinement entre la famille fondatrice et les actionnaires minoritaires, en raison du peu de transparence et de la faible circulation de l'information (Wang, 2006). L'asymétrie de l'information est plus élevée pour les entreprises familiales avec un manque de transparence de l'information et des pratiques de divulgation (Chen et al, 2006).

D'après Anderson et al. (2009), la transparence joue un rôle important dans l'atténuation du conflit, entre les actionnaires dominants et investisseurs minoritaires. Leurs conclusions ont montré que le contrôle familial est moins susceptible de fournir une information transparente.

Dans le même contexte, plusieurs recherches se sont focalisées sur le rôle de la confiance dans les relations financières entre les entreprises familiales et les différentes parties prenantes, notamment les créanciers (La Porta et al., 2001 ; Allouche et al., 2008).

Les entreprises familiales sont beaucoup plus préoccupées par leur réputation et leur survie auprès des différentes parties prenantes, ce qui contribue à instaurer une relation de confiance sur le long terme avec les banques, d'où une réduction de l'asymétrie d'information.

Ainsi, la protection de la réputation et l'instauration d'un climat de confiance, contribuent à une réduction de l'asymétrie informationnelle entre les entreprises familiales et les banques.

1.2. Importance des propriétaires-dirigeants familiaux

Les entreprises familiales possèdent des caractéristiques tout à fait spécifiques. Ainsi, les actionnaires familiaux majoritaires sont des investisseurs à long terme, souvent sur plusieurs générations, (Anderson et Reeb, 2003). Ils interviennent très souvent dans la gestion de l'entreprise en déléguant des représentants au conseil d'administration, et en désignant des dirigeants issus du sérail familial, ce qui entraîne un cumul de fonctions entre les mains des membres de la famille et réduit l'efficacité des organes de surveillance (DeAngelo et DeAngelos, 2000). Le but des actionnaires familiaux majoritaires, outre la maximisation de la valeur actionnariale, est de chercher à maximiser la

pérennité de l'entreprise, à protéger le nom et la réputation de la famille et à assurer la transmission de leur entreprise à la génération suivante.

(McConaughy et al. 1998) montrent que les entreprises familiales dirigées par des propriétaires familiaux sont plus performantes, car elles sont gérées plus efficacement et supportent moins de dettes que les autres entreprises.

L'altruisme du dirigeant de l'entreprise familiale, est généralement perçu dans la littérature comme source de création de valeur (Schulze et al., 2003 ; Corbetta et Salvato, 2004 ; Chibani Ltaief, Henchiri, et Degos 2016). De plus. Il permet de renforcer et de stabiliser les relations et la confiance sur le long terme, avec les différentes parties prenantes (Tagiuri et Davis, 1996).

Ainsi, le comportement altruiste est une valeur morale qui motive les individus à entreprendre des actions qui leur profitent (Becker, 1981; Bergstrom, 1995; Batson, 1990). Dans les entreprises familiales, l'altruisme du dirigeant familial conduit à une communication et une coopération assez poussées entre les membres de la même famille (Jensen et al., 1976).

En revanche, l'altruisme du dirigeant familial peut donner aux membres de la famille l'envie de cacher des informations et augmente ainsi les problèmes d'agence.

L'altruisme peut obliger le dirigeant familial à prendre des mesures irréflechies qui pourraient éventuellement, avoir des conséquences néfastes pour toutes les parties prenantes (Jensen, 1998; Schulze et al., 2001). Elle peut également conduire à une dévaluation du rendement (Hirigoyen, 2008) car il y a constitution d'un biais comportemental, source de coûts d'agence.

Cela n'empêche que l'altruisme de l'actionnaire-dirigeant familial puisse constituer une force pour l'entreprise. Il peut être à l'origine de certains conflits avec les investisseurs externes, ce qui se répercute négativement sur le coût et les financements externes.

Contrairement aux entreprises non familiales, les objectifs des entreprises familiales se réduisent souvent à ceux de leur propriétaire-dirigeant, ce qui peut engendrer une prise de décision plutôt orientée vers la poursuite d'objectifs personnels, comme la maximisation du patrimoine familial, plutôt que vers la maximisation de la valeur de la firme (DeAngelo et DeAngelo, 2000).

L'actionnaire-dirigeant peut également chercher à maximiser ses valeurs familiales. En effet, il a tendance à profiter des bénéfices de l'entreprise, au détriment des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997; Chrisman et al. 2005), comme les rémunérations généreuses, les avantages « en nature », les dividendes extraordinaires....

Un certain nombre d'études ont montré l'impact de la famille-propriétaire sur l'asymétrie de l'information, surtout lorsque cette dernière offre à l'actionnaire-dirigeant la possibilité de détourner des ressources d'investissements rentables pour l'entreprise et liées à des prix inéquitables, ce qui

diminue, pour des actionnaires minoritaires, la propension à gagner des richesses attendues (Claessens et al., 2002).

Par ailleurs, l'étude du comportement financier de « propriétaire-dirigeant » peut être considérablement précieuse pour approfondir notre compréhension au choix de financement. En effet, les décisions financements, sont fortement influencées par l'attitude personnelle du propriétaire-dirigeant (Heck 2004 ; Van Auken 2005). Des recherches récentes (Gallo, Tapies, et Cappuyens 2004) suggèrent que les entreprises familiales suivent une logique financière particulière, motivée par des considérations économiques et non économiques.

Ainsi, les attitudes financières individuelles peuvent produire des comportements financiers particuliers qui peuvent être importants pour expliquer la variation entre les financements de l'entreprise familiale (Ajzen, 1991).

Pour cette raison, l'étude de (Koropp, Grichnik, and Kellermanns 2013) tente d'expliquer comment les caractéristiques personnelles (connaissances financières, expérience positive avec les institutions financières, et orientation vers un but économique) influencent les attitudes financières de l'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale. Ces auteurs examinent plus précisément l'attitude financière de l'actionnaire dirigeant à l'égard du financement de la dette. Ainsi, selon la théorie du Pecking Order, la dette serait la première source financière extérieure par les entreprises familiales.

Sur un échantillon de 280 des entreprises familiales allemandes, ces auteurs trouvent des relations significatives entre les connaissances financières et l'expérience positive avec les banques et les attitudes financières des propriétaires-gestionnaires, envers la dette. Ces résultats montrent que l'engagement poussé de la famille dans ce type de relations renforce leurs relations positives avec les banques.

Enfin, l'actionnaire-dirigeant familial cherche à conserver le contrôle et le pouvoir de décision et cherche à éviter, souvent, la dilution du capital. L'ouverture du capital, par l'émission d'actions nouvelles, semble être comme une exception, puisqu'elle entraîne l'actionnaire-dirigeant familial à perdre une partie de son autonomie et du contrôle de sa firme (Romano, Tanewski, and Smyrniotis 2001). Ce dernier peut rejeter un projet d'investissement qui semble rentable, plutôt que d'obtenir une source de financement externe qui diluerait le contrôle de son entreprise.

Par conséquent, il semble très probable que l'augmentation du capital ne soit utilisée qu'en dernier recours par les entreprises familiales, et principalement dans les entreprises à forte croissance.

2. Les données

L'échantillon est composé de 100 entreprises familiales françaises non cotées (EFNC) et de 82 entreprises non familiales françaises non cotées (ENFNC). Les données ont été extraites à partir de la base de données financières « Diane » sur la période 2003 –2012.

Ainsi, l'échantillon des entreprises familiales a été constitué selon la définition de (Allouche et Amann 2008) qui précisent que l'entreprise familiale est l'entreprise dans laquelle une ou plusieurs familles identifiables détiennent collectivement une part du capital, suffisamment importante pour conférer au bloc familial détenteur, le statut de principal actionnaire.

La variable dépendante issue des informations collectées est le ratio de l'endettement total (DT), (Titman and Wessels 1988; Rajan and Zingales 1995). Quant à la variable indépendante présentée est liée au déficit de financement interne (DEF). Dans le tableau 1 figure les mesures des variables suivantes : le ratio d'endettement total est défini comme le rapport le montant de l'endettement total sur total actif et le déficit de financement interne est défini comme la somme des dividendes payé (DIV), des dépenses d'investissement (CE), de l'augmentation du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie nette (*Working capital*) (ΔWC_{it}) et de la part exigible de la dette à long terme (R), moins les flux d'exploitation après intérêts et impôts (C) :

$$DEF_{it} = DIV_{it} + CE_{it} + \Delta WC_{it} + R_{it} - C_{it}$$

Tableau 1 : Les mesures des variables

Variables	Définitions
Variable dépendantes	
Endettement total (DT)	Montant de l'endettement total sur total actif
Variable indépendantes	
DEF_{it}	Déficit de financement / Total du bilan
$DIV_{it} + CE_{it} + \Delta WC_{it} + R_{it} - C_{it}$	Dividendes versées + Dépenses d'investissement + Variation du fonds de roulement – Flux d'exploitation après intérêts et impôts
DIV_{it}	Réserves $i,t-1$ + Bénéfices $i,t-1$ - Réserves i,t
CE_{it}	$FR_{i,t} - FR_{i,t-1}$ Avec $FR = BFR + TN$
ΔWC_{it}	Soit $FR = \text{Actif circulant} - \text{Passif circulant}$
$R_{it} - C_{it}$	Résultat net i,t + dotations aux amortissements et aux provisions i,t – Reprises sur amortissements et provisions i,t
DEF_{it}	Déficit de financement / Total du bilan
$DIV_{it} + CE_{it} + \Delta WC_{it} + R_{it} - C_{it}$	Dividendes versées + Dépenses d'investissement + Variation du fonds de roulement – Flux d'exploitation après intérêts et impôts
DIV_{it}	Réserves $i,t-1$ + Bénéfices $i,t-1$ - Réserves i,t
CE_{it}	Actif immobilisé brut i,t - Actif immobilisé brut $i,t-1$
ΔWC_{it}	$FR_{i,t} - FR_{i,t-1}$ Avec $FR = BFR + TN$
$R_{it} - C_{it}$	Soit $FR = \text{Actif circulant} - \text{Passif circulant}$
DEF_{it}	Résultat net i,t + dotations aux amortissements et aux provisions i,t – Reprises sur amortissements et provisions i,t
DEF_{it}	Déficit de financement / Total du bilan

$$DIV_{it} + CE_{it} + \Delta WC_{it} + R_{it} - C_{it}$$

Dividendes versées + Dépenses d'investissement +
Variation du fonds de roulement – Flux d'exploitation
après intérêts et impôts

Les statistiques descriptives données dans le tableau (2) donnent la moyenne des variables pour le groupe des entreprises familiales et des entreprises non familiales ainsi que le test de la différence entre les deux. Les résultats obtenus montrent que la moyenne d'endettement est de 0.454 pour les EFNC et 0.480 pour les ENFNC.

Ainsi, les EFNC recourent moins à l'endettement total que les entreprises non familiales. Ce résultat bien qu'il soit non significatif reflète la réalité des entreprises familiales. D'une part, elles sont réticente à l'endettement parce qu'elles comptent sur la contribution des actionnaires familiaux. D'autre part, ces entreprises présentent de l'asymétrie d'information et plus de risque lié à leur activité.

Tableau 2: Test de comparaison de moyennes entre entreprises familiales et non familiales

<i>Variables</i>	Moyennes des entreprises familiales	des entreprises non familiales	Moyennes des entreprises familiales	des entreprises non familiales	Différence de moyennes	de
<i>DT</i>	0.454	0.199	0.039**			
<i>DEF</i>	0.480	0.0387	0.036**			

*** significatif au seuil 1%, ** significatif au seuil de 5%, * significatif au seuil de 10%

3. Méthodologie

En termes de notation, les variables sont indicées par un double indice, le premier « i » relatif à l'entreprise et le second « t » à la période.

Le premier est basé sur le test Shyam-Sunder et Myers (1999), bien que notre spécification économétrique emploie des données de panel :

$$\Delta DT_{it} = \alpha + \beta * DEF_{it} + \vartheta_i + \vartheta_t + \omega_{it} \quad (1)$$

Avec, ϑ_i comme effet individuel l'inobservable pour chaque entreprise de l'échantillon et qui ne varie pas au fil du temps ; ϑ_t est l'effet temporaire spécifique ; enfin, ω_{it} est un terme d'erreur.

L'estimation du modèle (1) se focalise sur le coefficient β , supposé être positivement significatif et proche de 1. Par la suite, la variation du ratio d'endettement sur l'année serait principalement expliquée par le déficit de financement, ce qui correspond aux prédictions de la théorie du Pecking Order. Cependant, nos équations souffrent probablement d'un problème d'endogénéité induit par la simultanéité des décisions d'investissements et de financements, et le biais de sélection.

4. Résultats

Le tableau 3 suivant affiche les résultats du premier test empirique. La régression (1) relative au modèle de (Shyam-Sunder and C. Myers 1999), est estimée par double moindres carrés ordinaires. Pour tenir compte de l'endogénéité, la variable *DEF* est instrumentalisée sur la base d'un retard. Nous ajoutons également des effets fixes temporels et spécifiques à l'entreprise pour obtenir des estimateurs non biaisés.

D'après, (Shyam-Sunder et C. Myers 1999), si les hypothèses du modèle sont vérifiées, les variations du montant de la dette devraient être motivées par un besoin de financement externe. En cela, le coefficient attribué à la variable explicative *DEF*, le déficit de financement interne, devrait être égal à 1, ou légèrement inférieur à 1.

Dans le cadre de notre panel des EFNC, nous obtenons un coefficient de 0.5 qui, conformément à notre hypothèse, est positif et significatif. Les travaux de (Serrasqueiro, Nunes, et da Silva 2012) ont réalisé ce test avec la même variable expliquée et sur un échantillon d'entreprises familiales. Ils ont obtenu un coefficient de 0.23 qui reste dans le même ordre de grandeur que le nôtre.

Le tableau 3 présente les résultats qui correspondent à la proportion de financement de la dette totale, par rapport au déficit financier, dans les EFNC et les ENFNC.

En premier lieu, nous constatons que la variation du financement de la dette totale par rapport au déficit financier pour les EFNC ($\beta = 0.508$), correspondant à la variation de la dette totale obtenue pour financer les besoins de financement non couverts par le financement interne, est supérieure à celle identifiée pour les ENFNC ($\beta = -0,090491$).

Selon la théorie du Pecking Order, les variations de la dette sont une conséquence du déficit financier lorsque $\beta \approx 1$. En effet, (Shyam-Sunder and C. Myers 1999) ont trouvé ($\alpha = 0$ et $\beta = 1$) mais cet coefficient ne correspond pas à celui trouvé pour les EFNC et les ENFNC.

Nos résultats des EFNC suggèrent que le déficit financier trouvé est motivé à moitié par les variations de la dette des EFNC. Par conséquent, il semble que les EFNC ajustent leur niveau de la dette à leurs besoins de financement. Donc, nous pouvons confirmer la hiérarchisation de mode de financement pour le cas des EFNC. Notre résultat pour les entreprises familiales est en accord avec celui trouvé par (Serrasqueiro, Nunes, and da Silva 2012).

En deuxième lieu, la proportion du financement de la dette totale suggère que les variations de la dette totale dans les EFNC sont partiellement expliquées par le déficit financier, mais que les variations de la dette totale dans les ENFNC sont moins explicables par le déficit financier. En effet, nous avons trouvé un coefficient du déficit négatif ($\beta = -0,090491$), ce qui signifie que la variation de la dette va diminuer lorsque le financement du déficit augmente. Les entreprises doivent donc utiliser d'autres moyens de financement que la dette, comme les émissions des actions. Cette

orientation vers d'autres mécanismes financiers, est en accord avec les résultats obtenus par (Fama and French 2002) ainsi que par (Leary and Roberts 2010) et sont en désaccord avec l'hypothèse de la théorie du Pecking Order. Ainsi, la politique financière des ENFNC ne semble pas être induite par une hiérarchie dans les moyens de financement. Ceci infirme notre hypothèse pour le cas des ENFNC.

Tableau 3. Résultats du test empirique de (Shyam-Sunder et C. Myers 1999)

VARIABLES	(EFNC) Modèle 1 (2SLS)	(ENFNC) Modèle 1 (2SLS)
DEF	0.508*** (0.0239)	-0.0971*** (0.0165)
2005	0.0103 (0.0332)	0.0177 (0.0299)
2006	0.0108 (0.0332)	-0.00565 (0.0299)
2007	0.0895*** (0.0332)	-0.0199 (0.0300)
2008	0.0431 (0.0332)	-0.0107 (0.0299)
2009	0.0307 (0.0332)	-0.0269 (0.0299)
2010	0.0300 (0.0332)	-0.00220 (0.0300)
2011	0.0294 (0.0332)	0.0132 (0.0299)
2012	-0.105*** (0.0336)	0.0232 (0.0327)
Constant	-0.0356 (0.0235)	-0.0214 (0.0221)
Observations	900	738
Nombre des entreprises	100	82
Sargan	6.687	1.803
P-value	0.0097	0.1794
Wald chi2(9)	470.25	42.79
P-value	0.000	0.000

Avec DIV : déficit interne de financement. La statistique de test Sargan appliquée à l'hypothèse nulle sur l'identification des restrictions sont valides. Note : *** significatif au seuil d'erreur de 1%; ** significatif au seuil d'erreur de 5% ; * significatif au seuil d'erreur de 10%

Ensuite, le test de Wald est réalisé pour trouver si le comportement financier de ces deux échantillons est statistiquement différent. Les résultats sont indiqués dans le tableau 4 suivant.

Tableau 4: Résultat de test de Wald pour le modèle de (Shyam-Sunder et C. Myers 1999)

Test de Wald	
EFNC versus ENFNC	Pecking order theory
<i>DEF</i>	
$\beta_{DEF_{EFNC}} - \beta_{DEF_{ENFNC}} = 0$	269.58 (0.0000)

D'après le tableau 4 les résultats montrent que l'applicabilité de l'approche du Pecking Order selon (Shyam-Sunder and C. Myers 1999) , varie selon qu'il s'agit des EFNC ou des ENFNC. Ainsi, les résultats du test (test F de Wald égale à 269.58 significative à 1%) montrent clairement que les deux groupes d'entreprises se comportent, d'une manière significativement différente. En effet, il semble clairement que les EFNC appliquent mieux la théorie du Pecking Order que les ENFNC.

Conclusion

L'étude empirique présentée dans cet article effectue des tests de la théorie du Pecking Order sur plus de 100 EFNC et de 82 ENFNC.

L'ensemble des résultats obtenus atteste du caractère pertinent de cette théorie dans le cadre des EFNC mais n'est pas confirmé par les ENFNC françaises.

Les coefficients des variables sont significatifs et ont la tendance attendue. Les EFNC de notre échantillon utilisent prioritairement le financement interne ; le recours à l'endettement n'étant envisagé que comme une source de financement complémentaire, destinée à satisfaire les besoins financiers de l'entreprise.

En ce qui concerne la théorie du Pecking Order, les résultats empiriques confirment que les ressources internes représentent la principale source de financement des EFNC. Cela signifie indirectement que ces dernières éprouvent des coûts d'information significatifs qui les empêchent de facilement recourir à d'autres sources de financement.

Bibliographie

- Allouche, J., and B. Amann. 2008. "Nature et Performances Des Entreprises Familiales." *Filemanagement, Fondements et Renouvellements*, 223–232.
- Ampenberger, Markus, Thomas Schmid, Ann-Kristin Achleitner, and Christoph Kaserer. 2013. "Capital Structure Decisions in Family Firms: Empirical Evidence from a Bank-Based Economy." *Review of Managerial Science* 7 (3): 247–275.
- Anderson, Ronald C., and David M. Reeb. 2003. "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500." *The Journal of Finance* 58 (3): 1301–27. doi:10.1111/1540-6261.00567.
- Chibani-Ltaief, Faten, Jamel E Henchiri, and Jean-Guy Degos. 2016. "La Structure Financière Contrastée Des Entreprises Familiales Françaises : Une Approche Fondée Sur La Théorie Du Compromis." *La Revue Du Financier* 38 (219): 30–50.
- Daily, Catherine M., and Marc J. Dollinger. 1992. "An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms." *Family Business Review* 5 (2): 117–136.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 2002. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt." *Review of Financial Studies* 15 (1): 1–33. doi:10.1093/rfs/15.1.1.
- Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, 301–325.
- Koropp, Christian, Dietmar Grichnik, and Franz Kellermanns. 2013. "Financial Attitudes in Family Firms: The Moderating Role of Family Commitment." *Journal of Small Business Management* 51 (1): 114–137.
- Leary, Mark T., and Michael R. Roberts. 2010. "The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry." *Journal of Financial Economics* 95 (3): 332–55. doi:10.1016/j.jfineco.2009.10.009.
- Mas-Colell, Andreu, Michael Dennis Whinston, Jerry R. Green, and others. 1995. *Microeconomic Theory*. Vol. 1. Oxford university press New York. http://www.hawkingian.com/uploads/media/2014/09/Microeconomic_Theory.pdf.
- McConaughy, Daniel L., Michael C. Walker, Glenn V. Henderson, and Chandra S. Mishra. 1998. "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value." *Review of Financial Economics* 7 (1): 1–19.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review* 48 (3): 261–97.
- . 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review*, 433–443.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *The Journal of Finance* 50 (5): 1421–1460.
- Romano, Claudio A., George A. Tanewski, and Kosmas X. Smyrniotis. 2001. "Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business." *Journal of Business Venturing* 16 (3): 285–310.
- Schulze, William S., Michael H. Lubatkin, Richard N. Dino, and Ann K. Buchholtz. 2001. "Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence." *Organization Science* 12 (2): 99–116.
- Seidler, John. 1974. "On Using Informants: A Technique for Collecting Quantitative Data and Controlling Measurement Error in Organization Analysis." *American Sociological Review*, 816–831.
- Serrasqueiro, Zélia, Paulo Maçãs Nunes, and Jacinto Vidigal da Silva. 2012. "Are Financing Decisions of Family-Owned SMEs Different? Empirical Evidence Using Panel Data." *Journal of Management & Organization* 18 (03): 363–382. doi:10.1017/S1833367200000857.

- Shyam-Sunder, Lakshmi, and Stewart C. Myers. 1999. "Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital structure1." *Journal of Financial Economics* 51 (2): 219–44. doi:10.1016/S0304-405X(98)00051-8.
- Stiglitz, J. E. 2000. "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics." *The Quarterly Journal of Economics* 115 (4): 1441–78. doi:10.1162/003355300555015.
- Titman, Sheridan, and Roberto Wessels. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice." *The Journal of Finance* 43 (1): 1–19.
- Ward, John L. 2011. *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for Continuing Growth, Profitability, and Family Leadership*. Palgrave Macmillan. [https://books.google.fr/books?hl=fr&lr=&id=uVnuBQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=Ward+JL+\(1987\).+Keeping+the+family+business+healthy:+How+to+plan+for+continuing+growth,+profitability+and+family+leadership,+Jossey-Bass,+San+Francisco.&ots=F0qNCNtv0N&sig=aJKIV09ZH9f40kzelG0_sbC-H7c](https://books.google.fr/books?hl=fr&lr=&id=uVnuBQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=Ward+JL+(1987).+Keeping+the+family+business+healthy:+How+to+plan+for+continuing+growth,+profitability+and+family+leadership,+Jossey-Bass,+San+Francisco.&ots=F0qNCNtv0N&sig=aJKIV09ZH9f40kzelG0_sbC-H7c).