

La structure financière contrastée des entreprises familiales françaises : une approche fondée sur la théorie du compromis

		
Faten Chibani Ltaief ISG Gabès Tunisie	Jamel E. Henchiri ISG Gabès Tunisie	Jean-Guy Degos IRGO Centre de recherche Université de Bordeaux

Depuis plus d'un demi-siècle les chercheurs en finance cherchent les combinaisons optimales de financement sur fonds propres et sur dette qui allient des coûts moyens pondérés du capital faible et des performances financières élevées. De nombreuses propositions ont été faites, et les chercheurs, à chaque fois, examinent le bien fondé des hypothèses et des résultats. Dans cet article, nous avons essayé d'analyser dans quelle mesure la théorie du compromis (Trade off theory) est d'une application pertinente pour les entreprises familiales, et si elle est en concurrence ou en concordance avec la théorie du financement hiérarchique (Pecking order theory). Pour cela, nous avons comparé deux séries d'échantillons d'entreprises familiales non cotées et d'entreprises non familiales également non cotées. Nos résultats indiquent que le comportement financier des entreprises familiales diffère en général de celui des entreprises non familiales et en particulier si on examine les variables d'opportunité de croissance, de profitabilité et de matérialité des actifs et que la théorie du compromis se justifie pour les entreprises familiales et les entreprises non familiales, à l'examen de la convergence du ratio d'endettement vers un ratio optimal, sans toutefois s'appliquer intégralement à tous les déterminants traditionnels de la structure financière.

Mots-clés : Coûts d'agence - Endettement - Entreprises familiales - Fiscalité - Structure du financement - Théorie du compromis - Théorie du financement hiérarchique.

The contrasting financial structure of French family businesses: an approach based on the Trade off theory

For over half a century, finance researchers seek funding optimal combination of equity and debt that combine low weighted average cost of capital and high financial performance. Many suggestions were made, and researchers, every time, consider the appropriateness of assumptions and results. In this article, we tried to analyze how the Trade off theory could be an appropriate application for family businesses, and whether it competes or consistent with the Pecking order theory. For this, we compared two sets of samples family unlisted companies and non-family firms also unlisted. Our results indicate that the financial behavior of family businesses generally differs from that of non-family businesses, particularly if one examines the growth opportunity variables, profitability and materiality of the assets and that the compromise theory is justified for the family businesses and non-family businesses, review of the convergence of the debt ratio to a maximum ratio, but not fully apply to all traditonnels determinants of financial structure.

Keywords: Multinational Bank, Organizational form, Bank-affiliated, branch, subsidiary.

JEL classification: F23, G21

Introduction

L'approche classique rappelée par David Durand (1952) n'avait pas été acceptée par John Burr Williams (1938) et encore moins par ses successeurs Franco Modigliani et Merton Miller (1958) qui l'ont contestée plus vivement et qui ont affirmé la neutralité du choix de financement dans l'évaluation des firmes. Leur analyse n'a pas été exempte de critiques, comme celles de Durand (1959), d'Hamada (1972) ou encore de Rubinstein (1973). De nombreux travaux ultérieurs ont conduit au relâchement des hypothèses initiales émises par Modigliani et Miller sur l'efficacité du marché financier. Le rapprochement du thème théorique de la structure du capital et de la réalité observé a permis de tirer de nouvelles conclusions. En 1963, Modigliani et Miller corrigent leur théorie (Modigliani et Miller, 1963) et introduisent l'incidence de l'impôt sur les sociétés dans leur modèle et la dette devient alors le moyen de financement le plus apprécié parce qu'elle engendre un accroissement de la rentabilité, dû à la déductibilité fiscale des intérêts qu'elle génère. Ce résultat a été contesté par Miller (1977) qui prend en compte la fiscalité dans son ensemble et qui pense que l'effet de l'imposition sur le revenu des actionnaires et des obligataires peut compenser en grande partie l'avantage de la déductibilité des intérêts de l'assiette de l'impôt sur les bénéfices de l'entreprise. La neutralité de la structure du capital réapparaît.

Ces théories ont donné de différentes explications aux comportements financiers des entreprises. Parmi celle-ci, la théorie compromis, ou de l'arbitrage (*Trade off*) considère 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 liés aux réorganisations nécessitées par un endettement croissant. Le ratio optimal de financement n'a pas été pris en compte par tous les auteurs. Myers et Majluf (1984), en posant l'hypothèse de l'ordre hiérarchique de financement (*Pecking order*) ont une autre logique. Ces auteurs considèrent que les entreprises sont financées en respectant un ordre priorité : l'autofinancement d'abord, puis la dette classique indivise ou obligataire et en dernier ressort l'émission d'actions. Cet ordre s'établit en tenant compte des coûts de l'asymétrie d'information, entre les dirigeants bien informés et les investisseurs peu informés sur la performance des projets envisagés. Dans ce cadre, plusieurs recherches ont tenté de valider ces théories empiriquement. Le modèle proposé par ShyamSunder et Myers (1999) donne l'occasion de tester à la fois la théorie du compromis et la théorie du financement hiérarchique. Dans leur recherche, ils ont montré que la théorie du financement hiérarchique explique correctement la structure financière des entreprises. Pour leur