

**ENDETTEMENT DES
ENTREPRISES FAMILIALES :
VERS UN NOUVEAU
PARADIGME ?**

Janvier 2015

 **EDHEC**
BUSINESS SCHOOL

TABLE DES MATIÈRES

Introduction > P.05

I. Quelles sont les spécificités des entreprises familiales de nature
à impacter la structure financière ? > P.07

II. Selon quels critères sont définies les structures financières ? > P.13

III. Les caractéristiques intrinsèques des entreprises familiales remettent-elles
en question le recours à la théorie financière moderne ? > P.23

Conclusion > P.31

Bibliographie > P.35

Ce document constitue une synthèse de travaux scientifiques conduits au sein de l'EDHEC. Pour plus d'informations, nous vous prions de vous adresser à la direction de la recherche de l'EDHEC : research@drd.edhec.edu

Les opinions exprimées sont celles des auteurs et n'engagent pas la responsabilité de l'EDHEC.

RÉSUMÉ

Déterminer le niveau d'endettement optimal a toujours relevé de la quête du Graal, tant pour les entreprises que pour le monde académique. Dans le contexte actuel de baisse de la rentabilité des entreprises réduisant à due concurrence l'autofinancement, de raréfaction des ressources financières consécutives à la crise financière et à la nouvelle réglementation prudentielle (Bâle III), les entreprises familiales en quête de croissance, sont confrontées à une problématique structurante : les caractéristiques intrinsèques des entreprises familiales justifient-elles un niveau d'endettement structurellement inférieur à celui observé dans les entreprises non familiales ?

Pour traiter cette problématique, il est nécessaire de repenser la théorie financière moderne en considérant deux dimensions additionnelles : la pérennité de l'entreprise et celle de son contrôle. Dès lors, le traditionnel critère de décision de la structure financière reposant sur le couple rendement-risque est relégué au second plan, la double contrainte de pérennité étant prioritaire sur toutes les décisions.

Cette approche à quatre dimensions modifie également les critères de choix de modes de financement, les impacts des coûts d'agence, de la gestion de l'asymétrie d'information et par là même, le traditionnel ordre de priorisation (autofinancement, dettes puis capitaux propres) des entreprises non familiales.

La double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle se traduit par une très forte aversion au risque de faillite. Ainsi, lorsque l'autofinancement n'est plus suffisant, l'augmentation de capital auprès de la famille est privilégiée afin de ne pas diluer le contrôle familial. Si cette augmentation de capital familial n'est pas possible, alors le recours à la dette (dans l'ordre de révélation d'information croissant,

c'est-à-dire, l'emprunt bancaire, les placements privés puis la dette obligataire) est envisagé. L'augmentation de capital, le financement hybride ou l'introduction en bourse ne sont considérés qu'en dernier ressort, la crainte de la dilution supplantant parfois toute référence objective.

Face à la restriction du crédit proposé par les banques, parfois pour des raisons réglementaires (Bâle III), de nouveaux modes de financement devraient se développer spécifiquement pour les entreprises familiales afin d'intégrer cette double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle, tels que le financement hybride de quasi fonds propres sans ouverture du capital (OBSAR réservé aux commandités par exemple) ou les émissions obligataires mutualisées.

Dans le nouveau contexte historiquement bas des taux d'intérêts où certaines entreprises familiales se financent (emprunts obligataires ou investissements privés) à un coût inférieur à 1% par an sur une période de 5-7 ans, le paradigme de la détresse financière devient probablement moins contraignant. Dès lors, nous pouvons nous demander si les entreprises familiales ont suffisamment intégré ce nouvel environnement. En d'autres termes, sont-elles suffisamment endettées ?

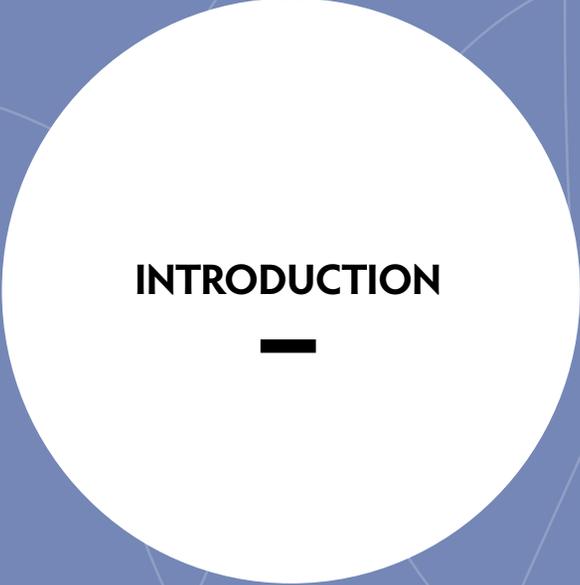
A PROPOS DES AUTEURS



Philippe Foulquier est professeur de finance et de comptabilité, directeur du pôle de recherche «Analyse financière et comptabilité» et directeur du EMBA à Paris, à l'EDHEC. Après avoir débuté sa carrière à la direction scientifique au sein de l'UAP, Philippe Foulquier a travaillé durant dix ans comme analyste financier spécialisé sur le secteur de l'assurance. Avant de rejoindre l'EDHEC en 2005, il dirigeait l'équipe pan-européenne d'analystes financiers en charge de l'assurance chez Exane BNP Paribas. Il a été plusieurs fois primé comme meilleur analyste financier assurance dans les classements Extel/Thomson Financial et l'Agefi. A l'EDHEC, ses travaux de recherche se sont centrés sur l'étude de l'impact des IFRS et de Solvency II sur la gestion des compagnies d'assurance et sur la valorisation des sociétés (tous secteurs). Il est l'auteur de nombreuses études approfondies sur la question et a contribué à diverses consultations du EIOPA (comité européen des contrôleurs des assurances et fonds de pension). Il a publié de nombreux articles dans des revues académiques et professionnelles et ses travaux et analyses ont été mentionnés par le *Financial Times* et *The Economist*. Il siège à la commission « comptabilité et analyse financière » de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers). Il est titulaire d'un Doctorat en Sciences Economiques de l'Université Paris X Nanterre, d'un master en Banques et Finance, et diplômé de l'EFFAS. Il est activement impliqué dans des missions de consultant sur Solvabilité II, les IFRS, et la valorisation d'entreprises (tous secteurs confondus).



Frédéric Herbin est professeur de Finance à l'EDHEC Business School. Il a obtenu un Doctorat de Finance à l'Université de LILLE II. Après avoir porté sur les problématiques d'assurance et de financement des entreprises, son intérêt est maintenant orienté vers les problématiques de gouvernance d'entreprise et plus particulièrement sur la nature de l'actionnariat.



INTRODUCTION



INTRODUCTION

Depuis de nombreuses décennies, tant pour les entreprises que pour le monde académique, déterminer le niveau optimal d'endettement relève de la quête du Graal. La crise financière puis économique qui sévit depuis 2008 a renforcé l'attrait de ce sujet, compte tenu de la raréfaction des ressources financières et de la baisse de rentabilité des entreprises, qui réduit à due concurrence l'autofinancement.

Dans un tel contexte, de nombreuses sociétés familiales en quête de croissance se sont retrouvées confrontées à une problématique structurante : les caractéristiques intrinsèques des entreprises familiales justifient-elles un niveau d'endettement structurellement inférieur à celui observé chez leurs pairs non familiaux ? Au regard du niveau actuel historiquement bas des taux d'intérêts, les entreprises familiales sont-elles suffisamment endettées ? Les classiques paradigmes sur la structure financière ne sont-ils pas fragilisés dans ce nouvel environnement de taux ?

Existe-t-il une explication pour légitimer le fait que les entreprises familiales soient condamnées à moins recourir à l'endettement et ainsi contraintes à choisir d'autres types de ressources pour financer leur développement, leur croissance interne et/ou externe. Cette question nous est souvent posée par des directeurs financiers et directeurs généraux d'entreprises familiales. Nous apportons plusieurs réponses dans ce Position Paper.

Dans une première partie, nous suggérons une définition de l'entreprise familiale la plus pertinente possible par rapport à notre problématique du

choix de la structure financière ; et nous étudions les deux caractéristiques intrinsèques de nature à justifier la pertinence d'un moindre endettement par rapport aux entreprises non familiales : la double volonté de pérenniser l'entreprise et son contrôle.

Dans une deuxième partie, nous nous intéressons aux critères présidant au choix de la structure financière des entreprises familiales. Plus précisément, nous présentons les principales théories relatives au levier financier (endettement net / capitaux propres), afin d'identifier au sein de chacune d'elles les facteurs de nature à conduire les entreprises familiales à recourir à un moindre endettement, en particulier par rapport aux entreprises non familiales. Nous concluons cette deuxième partie sur le point de vue des directeurs financiers, afin de mettre ces différentes théories en perspective.

Dans la troisième partie, à partir de l'analyse de la double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle (partie I) et de l'étude des théories relatives aux critères de choix de la structure de financement (partie II), nous mettons en exergue les éléments explicatifs de la structure financière des entreprises familiales. Nous étudions le modèle d'évaluation des actifs financiers (le CAPM¹) à quatre dimensions (versus deux - espérance-variance-classiquement retenues pour le modèle de la théorie financière moderne), afin de justifier les choix de niveau de levier financier et d'endettement des entreprises familiales. Nous mettons en perspective ces choix dans un univers où les coûts d'agence et l'asymétrie d'information sont présents.

1 - *Capital Market Pricing Model*, traduit en français par modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Ce modèle introduit par J. Treynor (1961, 1962) et W. Sharpe (1964) en s'appuyant sur les travaux de H. Markowitz (1952) sur la diversification et la théorie moderne du portefeuille, offre une estimation du taux de rentabilité attendu par les marchés financiers en fonction de son risque systématique.

**1. QUELLES SONT
LES SPÉCIFICITÉS DES
ENTREPRISES FAMILIALES
DE NATURE À IMPACTER
LA STRUCTURE
FINANCIÈRE ?**



1. QUELLES SONT LES SPÉCIFICITÉS DES ENTREPRISES FAMILIALES DE NATURE À IMPACTER LA STRUCTURE FINANCIÈRE ?

Le poids des entreprises familiales dans l'économie mondiale est substantiel : un tiers des entreprises de l'indice S&P 500 (Anderson et al., 2003a) et 60% de l'ensemble des entreprises européennes cotées et non cotées (European Commission, 2009). Selon Marie-Hélène Boidin Dubrulle du Groupe Auchan² (Journal du Net, 26 juillet 2006) « Le Groupe n'a jamais été coté et c'est un choix historique auquel nous sommes très attachés pour plusieurs raisons. La première est la sécurité que cela induit. Parce que le capital du groupe représente un patrimoine familial, chaque nouvel investissement est considéré avec beaucoup de vigilance et de rigueur. Nous ne nous laissons pas emporter par l'euphorie et limitons les prises de risques. Par ailleurs, notre gestion est régie par des principes de gouvernance très stricts qui s'appliquent au niveau de chaque métier et de chaque entité du groupe.

Le deuxième atout est l'indépendance que cette situation confère. Nous bénéficions d'une grande sérénité dans la manière dont nous conduisons nos affaires et ne sommes pas soumis à la dictature des rapports trimestriels ou de la course à la rentabilité à court terme qu'imposent souvent les marchés. Enfin, nous pouvons nous permettre d'être plus discrets sur notre stratégie et n'avons pas besoin d'annoncer sans cesse quelque chose aux marchés ou aux journalistes pour maintenir le cours de bourse... Lorsque nous nous implantons dans un nouveau pays par exemple, nous pouvons consacrer plusieurs années à tester le marché. En Bourse, on exigerait

sans doute de nous des résultats dès les six premiers mois...

Par ailleurs, nous avons choisi de conserver la propriété immobilière d'une partie des centres commerciaux, que nous gérons à travers notre filiale Immochan. Beaucoup de nos concurrents ont préféré en vendre l'essentiel pour dégager rapidement des liquidités. Nous émettons des obligations que nous n'avons aucun mal à placer, nous nous endettons auprès des banques et nous pratiquons l'autofinancement. »

Dans le cadre de la problématique de la structure de financement des entreprises familiales, cette citation illustre deux spécificités-clés susceptibles d'impacter les décisions d'investissement et de financement, notamment par une gestion intrinsèque de l'exposition au risque, qui peuvent être résumées par une double volonté de pérennisation : celle de l'entreprise familiale et celle de son contrôle.

Mais il convient avant tout de proposer une définition de « l'entreprise familiale ».

1.1. QUELLE DÉFINITION DE L'ENTREPRISE FAMILIALE RETENIR POUR ÉTUDIER LA STRUCTURE FINANCIÈRE ?

La littérature académique offre un large choix de définitions de l'entreprise familiale, selon les objectifs que celle-ci poursuit. Shanker et Astrachan (1996) recensent 34 définitions.

2 - Le Groupe Auchan, avec 48MdEUR de chiffre d'affaires en 2013 dont près de 60% à l'international, est le 11e groupe de distribution alimentaire dans le monde, présent dans 12 pays avec plus de 300 000 employés. Il s'agit d'une entreprise familiale fondée en 1961, détenue à hauteur de 85% par plus de 500 membres de la famille ou affiliés, liés par un pacte d'actionnaires au sein d'une association familiale.

La Commission européenne (2009) retient la qualification d'entreprise familiale dès lors que :

- la majorité des droits de vote est détenue par le fondateur de l'entreprise ou par une personne physique qui a acquis le capital social, ou par leurs conjoints, parents, enfants ou descendants ;
- la majorité des droits de vote peut être directe ou indirecte ;
- au moins un représentant de la famille est impliqué dans le management ou un organe de surveillance ;
- les sociétés cotées entrent dans la définition de l'entreprise familiale si la personne qui a fondé ou acquis l'entreprise (ou sa famille ou descendants) possède 25% des droits de vote.

Notre propos n'est pas de recenser toutes les définitions existantes des entreprises familiales. Nous retenons celle de Churchill et Hatten (1987) qui est la plus en adéquation avec notre problématique sur la structure de financement : « toute entreprise cotée ou non, dont les membres de la (les) famille(s) possèdent un intérêt, direct ou indirect, dans la société, tant en termes de droits de propriété sur les bénéfices qu'en termes de validation des orientations stratégiques et de contrôle ». Nous reviendrons sur cette notion de contrôle dans la section I.3.

L'entreprise familiale étant ainsi définie, intéressons-nous à la double volonté de pérenniser son patrimoine et son contrôle.

I.2. LA PÉRENNITÉ DE L'ENTREPRISE : UNE FORTE CONTRAINTE SUR LE CHOIX DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE

La pérennité de l'entreprise est une priorité des entreprises familiales car elle répond à l'objectif inscrit dans leur ADN : la transmission du patrimoine familial aux générations futures³.

De nombreux travaux académiques ont traité cette problématique ; nous invitons le lecteur à se reporter notamment à ceux de Gallo et Vilaseca (1996), Harvey (1999), Amit et al. (2008).
4 - Cf. par exemple Kaye (1991), Habbershon et al. (2003), Gallo et al. (2004)

5 - Face à un nouvel emprunteur, un prêteur est soumis à deux types de risque : (i) le risque de sélection adverse, i.e. le risque lié à l'impossibilité de distinguer ex ante la qualité de signature de l'emprunteur ; (ii) le risque d'aléa moral, i.e. le risque que l'emprunteur après l'octroi du crédit adopte un comportement opportuniste vis-à-vis du prêteur.

Cette dimension transgénérationnelle de la pérennité engendre :

- un allongement sensible de l'horizon des décisions ;
- le développement de valeurs spécifiques - telles que l'implication, le partage de la culture, la vision à long terme, la confiance, la réputation - et des actifs intangibles associés⁴ à ces valeurs ;
- une augmentation du risque idiosyncratique de ces entreprises, en raison de l'impossibilité de diversifier le patrimoine et de la volonté de le transmettre aux générations suivantes ;
- une meilleure allocation du capital, dans le sens où l'allongement de l'horizon des décisions permet de transférer des ressources qui, sans cela, auraient été consommées à court terme et non investies dans des projets créateurs de richesse (Harvey, 1999).

L'ensemble de ces caractéristiques conditionnelles à l'objectif de pérennité de l'entreprise engendre de très nombreux impacts sur la politique d'investissement et de financement des entreprises familiales, en particulier sur la gestion des problèmes de sélection adverse et d'aléa moral⁵, la structure financière, le coût de la dette (Anderson et al. 2003c) et le coût des fonds propres (Ali et al. 2007), comme nous le verrons dans la partie II.

L'analyse de la contrainte de pérennité des entreprises dans le cadre du choix de la politique d'investissement et de financement est traditionnellement abordée par les travaux académiques selon deux axes :

- les investissements sont-ils réalisés dans l'ensemble des secteurs d'activité ou uniquement dans ceux présentant le moins de risque ?
- Le choix de la structure financière traduit-il une gestion des risques financiers spécifique ?

Concernant le premier axe, de nombreux auteurs (notamment Anderson et al. (2003b), Maury (2006)) montrent que les entreprises familiales sont présentes dans la plupart des secteurs d'activité (y compris dans ceux où l'intensité capitalistique est très élevée comme la métallurgie ou le textile, même si le désengagement progressif s'explique par les crises de ces deux secteurs) à l'instar des autres entreprises non familiales.

En outre, le risque lié à l'activité pour les entreprises familiales ne semble pas être fondamentalement différent de celui des autres sociétés comme le soulignent Sraer et Thesmar (2007) à travers leur analyse de la volatilité des rentabilités financières (ROE, *Return on Equity*). Au contraire, même si le débat semble toujours totalement ouvert, de nombreux auteurs estiment que l'aversion au risque plus prononcée des entreprises familiales se traduit par un meilleur contrôle de l'activité et partant, de meilleures performances opérationnelles⁷.

Plus précisément, certains auteurs (notamment Fama et Jensen (1983a, 1983b) et Ang et al. (2000)) estiment que ces meilleures performances opérationnelles trouvent leur origine dans le fait que la propriété familiale permet un alignement automatique des intérêts des dirigeants et des apporteurs en capital puisqu'ils sont, en totalité ou en partie, les mêmes. Cet alignement est parfois renforcé par la présence, soit d'un Directeur Général⁸, qui est le fondateur ou l'un de ses descendants directs ou un affilié à la famille (Anderson et al. (2003a), La Porta et al. (1999), Maury (2006)), soit d'un actionnariat salarié, dynamisé potentiellement par une partie

de rémunération à base de stock-options ou d'actions.

Pour d'autres auteurs (Allouche et al. (2007), Sraer et Thesmar (2007)), ces meilleures performances sont liées à la qualité des liens que les entreprises familiales tissent avec les parties prenantes : ces entreprises sont souvent considérées comme les préférées par les consommateurs, comme offrant un meilleur service, plus conscientes de la responsabilité sociale des entreprises, dotée d'une meilleure politique sociale, d'une meilleure protection de l'emploi, etc.

La controverse sur la relation performance-entreprise familiale s'est traduite par des études de contexte plus détaillées. Ainsi, Anderson et Reeb (2003a) et Maury (2006) montrent que la performance, tant en termes de rentabilité sur actifs (ROA, *Return on Assets*) que de Q de Tobin⁹, est une fonction croissante du pourcentage de détention du capital par la famille jusqu'à un seuil de contrôle familial de 30%, puis décroissante au-delà de ce seuil. Holderness et Sheehan (1988) trouvent même que les entreprises dont le pourcentage de contrôle détenu par un actionnariat familial est très élevé, ont des performances moindres que celles avec des actionnariats plus diffus.

L'explication réside dans la théorie de l'enracinement de la famille, selon laquelle les dirigeants ont tendance à développer des stratégies en vue de préserver leur statut dans l'entreprise. L'enracinement permet également à un dirigeant d'augmenter sa latitude managériale en recourant à différentes manœuvres (manipulation

6 - Charreaux (1997), Sraer et Thesmar (2007) pour la France, Morck et al. (2000) pour le Canada, McConaughy et al. (2001), Palla et Ravid (2003), Anderson et Reeb (2003a), Amit et Villalonga (2006), Maury (2006) pour l'Europe de l'ouest, Adams et al. (2009) pour les USA, O'Boyle et al. (2012), Mazzola et al. (2013), Kashmiri et Mahajan (2014).

7 - Pour une analyse détaillée de la littérature académique sur la relation entreprises familiales et performance, cf. le position paper de Lopez-de Silanes et Waxin (2014).

8 - Depuis la loi du 15 mai 2001 portant sur Les Nouvelles Régulations Economiques (loi NRE), la direction opérationnelle dans les sociétés comportant un conseil d'administration peut être assurée par un Président Directeur Général ou un Directeur Général, et dans le cas d'une structure duale comportant un conseil de surveillance et un directoire, par un Président du Directoire.

9 - Le Q de Tobin (prix Nobel d'économie en 1981, à l'origine de la « taxe Tobin ») mesure le rapport de la valeur boursière d'une entreprise à son capital au coût de remplacement. Sous l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, la valeur boursière d'une entreprise est égale à la somme actualisée des flux futurs qu'elle générera. Si $Q > 1$ (resp. < 1), le marché anticipe une profitabilité de l'investissement au-delà (resp. inférieure à) de son coût. Ainsi, si $Q < 1$, les actionnaires auraient intérêt de revendre les immobilisations (équipements existants) à leur coût de remplacement et l'entreprise aura alors des difficultés à lever des fonds pour investir.

de l'information, décisions d'investissement, contrôle des ressources...) et en s'appropriant des rentes au détriment des actionnaires et de l'efficacité organisationnelle.

Il semble en outre que la nature du dirigeant et/ou la présence ou non du fondateur soit déterminante dans les performances des entreprises familiales. Ainsi, selon Anderson et Reeb (2003a), l'implication de la famille dans la conduite de l'entreprise est un gage de meilleure rentabilité. Ils observent que la performance opérationnelle d'une entreprise dont le dirigeant est un fondateur est ainsi supérieure à celle où il est un membre de la famille, elle-même supérieure à celle où il n'appartient pas à la famille. En revanche, lorsque ces auteurs considèrent le Q de Tobin, c'est-à-dire la perception et valorisation des perspectives de croissance futures par le marché, ils soulignent que :

- les entreprises dont le dirigeant est le fondateur bénéficient de la plus grande valorisation ;
- celles dont le dirigeant n'appartient pas à la famille enregistrent un meilleur Q de Tobin que celles obtenues par des entreprises non familiales ;
- en revanche, celles dont le dirigeant est un héritier ne se distinguent pas des entreprises non familiales. L'explication avancée est que ce dernier ne possède pas nécessairement un esprit entrepreneurial et est focalisé sur l'objectif de pérennité.

Il semblerait ainsi qu'en général les entreprises familiales n'aient pas choisi la solution de la réduction du risque via l'activité.

Qu'en est-il de la seconde possibilité offerte par la gestion de la structure financière ?

Nombre d'études empiriques¹⁰ montrent que les entreprises familiales ont un endettement plus faible que celui des entreprises non familiales. Ce choix est généralement justifié par la volonté de réduire le risque associé à l'investissement important et non diversifiable que représente la fortune de la famille, et ainsi de pérenniser l'entreprise familiale. Nous verrons en effet dans la partie II qu'un levier financier important induit une probabilité de défaillance plus importante.

I.3. LA PÉRENNITÉ DU CONTRÔLE DE L'ENTREPRISE : UNE FORTE CONTRAINTE SUR LE CHOIX DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE

Le contrôle est naturellement intrinsèque à la définition d'une entreprise familiale comme énoncé dans la section I.1. et il relève de la problématique de l'indépendance, notamment pour assurer la pérennité de l'entreprise.

La notion de contrôle est donc ici cruciale car elle correspond au pouvoir de construire et d'implémenter la politique financière et opérationnelle de l'entité contrôlée. Ce contrôle peut être obtenu soit grâce à la géographie du capital, soit par construction juridique, par le recours à des actifs de financement particuliers ou encore par la représentation des intérêts de la (les) famille(s) au sein des organes de contrôle et/ou de direction. Ces différents éléments ne sont pas mutuellement exclusifs.

Cette notion de contrôle est ainsi plus large que celle retenue par la norme comptable internationale IFRS 10 applicable au 1er janvier 2013 selon l'IASB. Pour mémoire, jusqu'alors, la norme IAS 27 définissait le contrôle comme étant

10 - DeAngelo et DeAngelo (1985), Agrawal et Nagarajan (1990), Gallo et Vilaseca (1996), Mishra et McConaughy (1999), Mignon (2000), McConaughy et al. (2001), Gallo et al. (2004), Allouche et al. (2007).

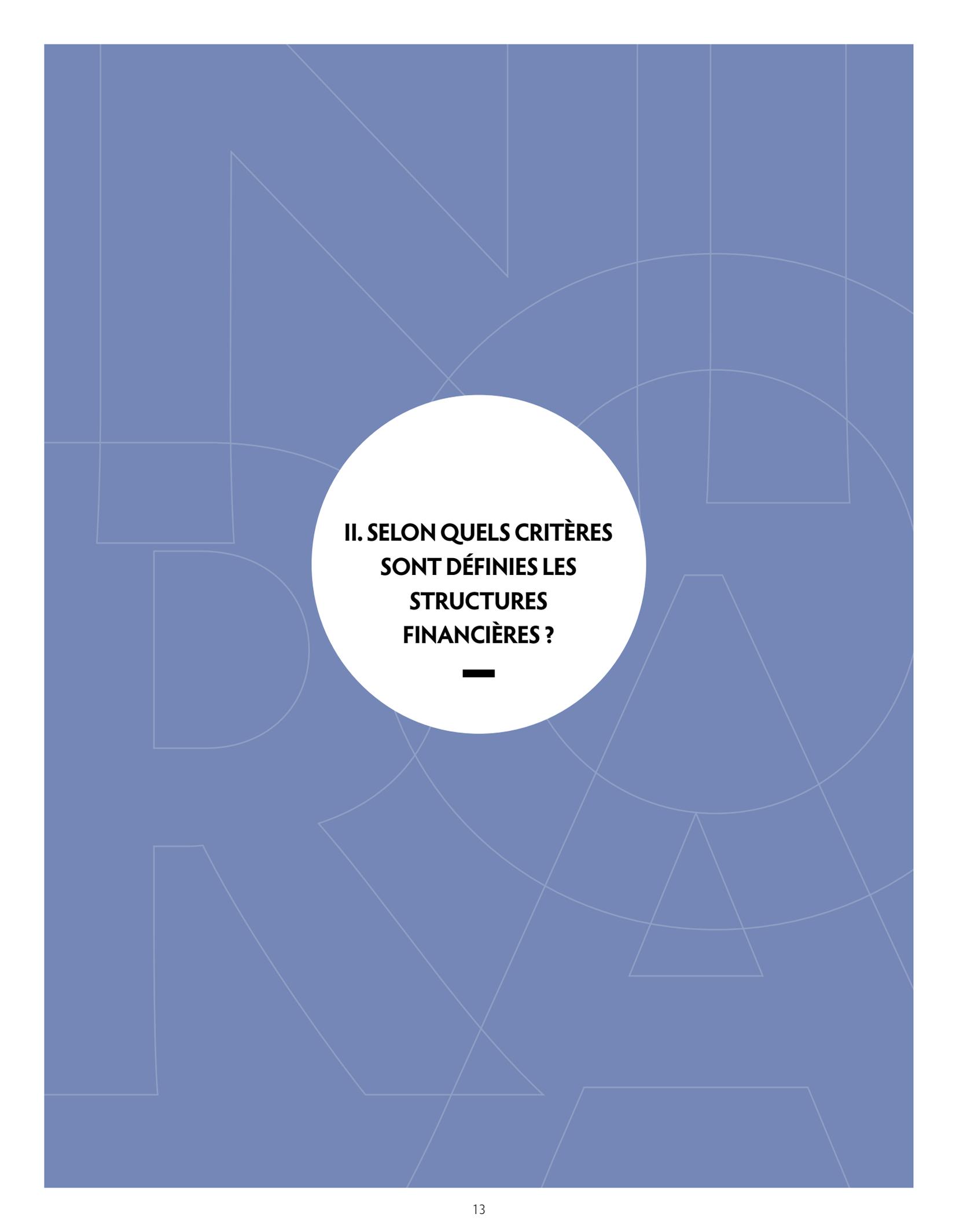
le pouvoir de définir les politiques opérationnelles et financières afin d'obtenir les avantages de son activité. Elle correspondait au mode de contrôle traditionnel que procure la détention de la majorité des droits de vote de l'entité consolidée. Désormais, selon l'IFRS 10, un investisseur ne contrôle une entité que si les trois conditions suivantes sont remplies « cumulativement » :

- l'investisseur détient le pouvoir sur l'entité ;
- il est exposé ou a des droits sur les rendements variables de l'entité en raison de son implication dans l'entité ;
- il a la capacité d'utiliser son pouvoir sur l'entité pour influencer sur le montant de ses rendements (relation entre le pouvoir et les rendements variables).

Les droits à prendre en compte pour apprécier le pouvoir sont les droits de vote actuels et potentiels, les accords avec d'autres investisseurs tels que les conventions de droit de vote, le droit de nommer ou révoquer les dirigeants de l'entité, le droit contractuel de diriger les activités. Contrairement aux normes américaines (US GAAP), le contrôle de fait est explicitement reconnu par l'IFRS 10 : « un investisseur exerce le pouvoir si, même avec moins de la majorité des droits de vote, il a la capacité en pratique de diriger les activités pertinentes de manière unilatérale ».

La question du contrôle est au cœur des enjeux de la gouvernance familiale (répartition des pouvoirs actionnaires, managériaux et de contrôle). Comme nous le traiterons dans les sections suivantes, elle relève tant du pouvoir de surveillance des décisions des dirigeants en adéquation avec les intérêts des actionnaires que de la propriété, qui soulève la question de l'indépendance financière. La partie III montrera que cette volonté de pérennité du contrôle de l'entreprise engendre la

remise en cause du modèle classique de décision de structure financière (le CAPM) et se traduit par une structure financière différente de celle des entreprises non familiales.



**II. SELON QUELS CRITÈRES
SONT DÉFINIES LES
STRUCTURES
FINANCIÈRES ?**



II. SELON QUELS CRITÈRES SONT DÉFINIES LES STRUCTURES FINANCIÈRES ?

Les entreprises répondent à leurs besoins financiers, soit en réinvestissant leurs bénéfices (autofinancement), soit en faisant appel à des sources de financements externes (capitaux propres, dette ou un mixte des deux, appelé capital hybride). Il convient de définir selon quels critères les entreprises choisissent leur structure de financement, notamment leur niveau de dette et leur levier financier (défini par l'endettement net divisé par les capitaux propres).

Il ne s'agit toutefois pas de réaliser une revue de littérature exhaustive des nombreux modèles académiques étudiant les structures financières et leviers financiers, mais uniquement de revenir sur les principaux critères de choix, afin de pouvoir ensuite analyser dans quelles mesures les spécificités des entreprises familiales peuvent interférer dans la détermination du niveau d'endettement. En d'autres termes, quels sont les facteurs qui conduisent les entreprises familiales à posséder un niveau d'endettement, et donc un levier financier moindre que ceux des entreprises non familiales ?

Comme évoqué en introduction, depuis de nombreuses décennies, tant pour les entreprises que pour le monde académique, déterminer le niveau optimal d'endettement relève de la quête du Graal. Ainsi, de nombreuses théories ont vu le jour. Nous reprenons celles qui constituent désormais les piliers de cette réflexion, afin de voir dans les pistes de solutions qu'elles offrent pour résoudre notre problématique de moindre endettement des entreprises familiales. Nous présentons donc successivement :

- la théorie de l'hypothèse fiscale (Modigliani et Miller, 1958, 1963) ;
- la théorie des signaux (Ross, 1977) et l'asymétrie d'information ;
- la théorie de la hiérarchisation des financements ou Pecking Order Theory (Myers et Majluf, 1984) ;
- la théorie du « trade-off » (Kraus and Litzenberger, 1973) ;
- la théorie du « Market Timing » (Baker and Wurgler, 2002).

Nous concluons cette deuxième partie sur le point de vue des praticiens, en particulier des directeurs financiers, afin de mettre ces différentes théories en perspective.

II.1. AVANT 1958, L'ENDETTEMENT OPTIMAL EST CELUI QUI MINIMISE LE COÛT DES RESSOURCES

Avant la première formalisation de la structure des passifs réalisée par le théorème de Modigliani-Miller de 1958, le niveau d'endettement optimal était défini comme celui qui minimisait le coût des ressources, c'est-à-dire le coût moyen pondéré de la dette et des capitaux propres (plus connu en anglais sous le vocable de WACC, *weighted average cost of capital*).

Plus précisément, le niveau d'endettement optimal est celui qui minimisait le coût du capital et correspondait au point d'inflexion issu de deux phénomènes opposés :

- la dette coûtant moins chère que les capitaux propres (puisque les créanciers sont prioritaires sur les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise),

tout accroissement de la dette se traduit par une baisse du coût moyen pondéré du capital. La ressource chère que constituent les capitaux propres est substituée par une ressource moins chère, la dette.

- A l'opposé, l'augmentation du niveau d'endettement se traduit par une augmentation du levier financier. La dette représente un coût fixe et à ce titre, engendre un accroissement de la volatilité du résultat net. Elle se traduit par une augmentation du coût de la dette et par ricochet, du coût des capitaux propres (le risque des actionnaires lié à la volatilité du résultat s'accroissant, leur rémunération exigée s'accroît). Au final, le coût du capital augmente et annule ainsi tout ou partie du bénéfice lié au coût de la dette inférieur à celui des capitaux propres.

Au-delà de ce point d'inflexion (niveau optimal d'endettement), le coût du risque lié à l'accroissement du niveau de dette ne compense plus le coût moins élevé de la dette, si bien que le coût du capital (capitaux propres et dettes) s'accroît.

II.2. LE THÉORÈME DE MODIGLIANI-MILLER (1958) ET L'ÉCONOMIE FISCALE ENGENDRÉE PAR LA DETTE

Le théorème de Modigliani-Miller est l'un des théorèmes fondamentaux de la finance d'entreprise moderne. Cet apport leur a permis de recevoir le Prix Nobel d'économie respectivement en 1985 et 1990. Ils ont été les premiers à proposer une approche formelle de la structuration des passifs.

Le théorème de Modigliani-Miller (1958) montre que dans un univers dépourvu d'impôts et de

coûts de transaction, la valeur de l'entreprise dépend uniquement de la valeur de ses actifs. Elle est ainsi totalement indépendante de la structure financière, qui elle-même n'a aucun impact sur le coût du capital. Dans cet univers, c'est-à-dire en l'absence de distorsions fiscales, il n'existe pas de structure financière optimale, et le coût du capital est constant quel que soit le niveau d'endettement de l'entreprise. La valeur de l'actif économique est indépendante de son mode de financement comme « la taille de la pizza ne dépend pas de la façon dont on la coupe » a précisé Miller (lors de sa remise du prix Nobel en 1990).

Si cette théorie est venue bouleverser les croyances sur la structure financière optimale, elle présente toutefois l'inconvénient de n'être guère réaliste, puisqu'elle est fondée sur un monde sans impôt. Aussi, en 1963, Modigliani et Miller ont adapté ce théorème, en intégrant la notion de fiscalité des entreprises. Ils démontrent alors que la valeur de l'actif économique d'une entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée, majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette.

Naturellement, l'avantage fiscal de la dette ne peut exister que si l'entreprise peut effectivement bénéficier de la déductibilité de la charge d'intérêt (entreprise bénéficiaire). De nombreux travaux empiriques académiques¹¹ se sont attachés à expliquer que les économies d'impôt concourent à la définition de la structure financière, en montrant que le levier d'endettement est une fonction positive des revenus imposables, de la rentabilité et de la charge d'impôt.

11 - DeAngelo et Masulis (1980), Mackie-Mason (1990), Graham (1996), Hovakimian et al (2001), Korajczyk et Levy (2003).

Toutefois, dans la pratique, on peut constater que les charges d'intérêts représentent moins d'un tiers du résultat d'exploitation de la plupart des entreprises. Celles-ci recourent donc moins à la dette, que ce que la déductibilité des intérêts mise en exergue par Modigliani et Miller laissait présager. Pourquoi les entreprises sont-elles alors aussi peu endettées ?

L'explication réside dans le fait que cette analyse n'a pas intégré tous les coûts induits par le recours à la dette, considérés dans le choix de la structure financière : les coûts de faillite, les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, entre actionnaires et prêteurs, l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs. C'est ce que nous développons dans les sections suivantes à travers les différentes théories que sont la théorie des signaux, la Pecking Order Theory, le « *Trade off* » et le « *Market Timing* ».

II.3. LA THÉORIE DES SIGNAUX ET L'ASYMÉTRIE DE L'INFORMATION DE ROSS (1977)

Si Modigliani et Miller ont eu le très grand mérite d'être les premiers à proposer une approche formelle de la structuration des passifs, de nombreux travaux académiques ont remis en cause leur référentiel reposant sur la symétrie d'information et sur l'identité des intérêts des différentes parties prenantes de l'entreprise (dirigeants, actionnaires et prêteurs).

Ross (1977) a été le premier à formaliser l'idée du signal pour remettre en cause la symétrie de l'information. Cette approche repose sur le fait que les dirigeants possèdent plus d'information que les pourvoyeurs de fonds, notamment

en matière de prévisions de flux futurs de l'entreprise.

Selon Ross, l'émission de dette constitue un signal positif pour les investisseurs. En effet, il est peu probable qu'un dirigeant endette son entreprise pour financer un projet très risqué peu rentable, car il augmenterait l'exposition de l'entreprise au risque de faillite, ce qui pourrait se traduire par la perte de son statut et de son travail. Il n'a donc aucun intérêt à adresser un message erroné. Ainsi, selon Ross, puisque la dette accroît le risque de faillite, une entreprise qui s'endette signale qu'elle anticipe d'importants cash flows futurs positifs.

A l'opposé, les dirigeants agissant dans le sens des intérêts des actionnaires historiques, n'émettent généralement pas d'actions lorsqu'ils pensent que le cours de bourse est sous-évalué. Par conséquent, l'émission de nouvelles actions est plutôt interprétée comme porteuse de mauvais signaux, quant aux perspectives futures de génération de cash flows de l'entreprise, car cela signifie que le titre est plutôt surévalué. Asquith et Mullins (1986), Korajczyk et al. (1991) illustrent ces propos en montrant dans leurs travaux des rendements anormaux négatifs autour des dates d'annonce d'augmentation de capital. Ainsi, toute modification de la structure financière adresse un signal aux marchés financiers.

Quels enseignements peut apporter la théorie des signaux de Ross quant à la structure financière des entreprises familiales ?

Pour des raisons stratégiques liées à la pérennisation du patrimoine, les entreprises familiales sont réputées pour cultiver « le secret » et entretenir une asymétrie informationnelle

envers les tiers à l'entreprise, sur des variables considérées comme stratégiques pour l'entreprise ou la famille. Par exemple, Brau et Fawcett (2006) montrent que le recours à la cotation en bourse, hors considération de dilution du contrôle, n'est généralement pas envisagé s'il nécessite une trop grande transmission d'information aux concurrents et qu'il peut être évité.

Il est intéressant de souligner les résultats de Ginglinger et L'Her (2002) qui observent que l'effet d'annonce des rachats d'actions propres est en moyenne positif et plus important lorsqu'il existe un actionnaire de référence autre qu'une famille, et à l'opposé est en moyenne négatif lorsque l'actionnaire de référence est une famille. Dans ce dernier cas, le rachat avec annulation est alors interprété comme concourant à un plus grand enracinement de la famille.

Ainsi, cette théorie du signal de Ross semble peu adaptée aux entreprises familiales pour expliquer le choix de leur structure financière.

II.4. LA THÉORIE DU « TRADE OFF » (KRAUS AND LITZENBERGER, 1973) ENTRE DÉDUCTIBILITÉ FISCALE DES INTÉRÊTS, COÛTS DE DÉTRESSE FINANCIÈRE ET COÛTS D'AGENCE

Comme évoqué dans la section précédente, on peut constater que les entreprises recourent moins à la dette que ce que la déductibilité des intérêts mise en exergue par Modigliani et Miller (1958, 1963) pouvait le laisser penser. L'explication de ce décalage réside dans l'absence de prise en compte des coûts induits par le recours à la dette et c'est ce que propose d'étudier la théorie du « *Trade off* ».

Plus précisément, l'augmentation du taux d'endettement accroît la probabilité de faillite. Or, lorsqu'une entreprise n'est plus en mesure d'honorer ses obligations, elle peut entrer dans une situation de détresse financière, qui se traduit par des coûts directs (avocats, licenciements...) et indirects (perte de clients, rupture de contrats avec les fournisseurs, démissions et démotivations des salariés, vente forcée d'actifs...). Ainsi, le choix de la structure financière doit reposer sur la comparaison des avantages procurés par la déductibilité fiscale des intérêts et les inconvénients engendrés par les coûts de détresse financière.

Cette analyse a un impact selon le type d'actifs possédés, ce qui n'est pas neutre comme nous le verrons pour les entreprises familiales. En effet, les entreprises possédant des actifs corporels réalisables seront plus enclines au recours à la dette que celles dotées surtout d'actifs incorporels.

Au-delà des coûts de détresse financière, de nombreux auteurs¹² ont également montré que le choix de la structure financière repose également sur des coûts d'agence. Ces derniers naissent des conflits d'intérêt potentiels pouvant exister entre les différentes parties prenantes (actionnaires, créanciers, dirigeants décideurs...) qui ont des niveaux d'information et des objectifs différents, parfois divergents. Nous pouvons mentionner de nombreux exemples :

- les actionnaires peuvent préférer maintenir une entreprise en vie même si sa valorisation serait supérieure si elle était dissoute, car l'essentiel du capital ainsi libéré reviendrait prioritairement aux créanciers ;
- certains dirigeants sont tentés pour des objectifs personnels d'accroître la taille de l'entreprise, au

12 - Par exemple Jensen et Meckling (1976), Miller et Scholes (1978), DeAngelo et Masulis (1980), Jensen (1986), Leland (1994, 1998), Korajczyk et al. (1992), Eisfeld (2001).

détriment de la rentabilité et donc des intérêts de ses actionnaires ;

- le fait qu'un dirigeant qui n'est pas entièrement propriétaire, n'obtienne pas la totalité des bénéfices alors qu'il supporte l'intégralité des risques d'activité, est de nature à orienter la stratégie de l'entreprise. Il aura généralement tendance à minimiser l'endettement qui augmente le risque de l'entreprise et donc son risque personnel (l'entreprise est sa source de revenus) et même, par précaution, à accroître le niveau des liquidités (actifs dormants pour les actionnaires) plutôt que d'investir dans des projets risqués.

Ces conflits d'intérêt sont de nature à engendrer des comportements opportunistes qui pour être réduits ou évités engendrent des coûts d'agence (coûts de surveillance pour le mandant et coût de « dédouanement » pour le mandataire) correspondant à la mise en place d'un réseau de relations contractuelles (mise en place de procédures de contrôle, d'audit, de stock options, de rapports annuels...).

Dans ces conditions, la dette dans une entreprise constitue pour l'actionnaire un outil de pression sur les dirigeants non actionnaires, car elle les contraint à dégager des flux importants de trésorerie pour rembourser la dette et ses frais financiers associés, sous peine de faire faillite et entraîner dans sa chute le dirigeant (perte de son salaire et de son statut). Il est intéressant de noter que la structure financière a un impact sur la politique des investissements dans la mesure où cette structure se traduit par des contraintes et incitations différentes sur les dirigeants.

Ainsi selon la théorie du « *Trade off* », la structure financière repose sur un arbitrage coûts-bénéfices marginaux (coûts de détresse financière et d'agences ; bénéfices fiscaux et d'agences) de chaque ressource de financement.

Quels enseignements peut apporter la théorie du « *Trade off* » quant à la structure financière des entreprises familiales ?

L'analyse de la structure financière des entreprises familiales selon la théorie du « *Trade off* » paraît pertinente, car ces dernières sont naturellement soumises aux coûts de détresse financière et aux coûts d'agence, qui peuvent néanmoins être parfois différents de ceux des entreprises non familiales, en particulier selon que le dirigeant soit issu ou non de la famille. En outre, cette analyse sur les arbitrages coûts-bénéfices marginaux dans le cadre des entreprises familiales doit être nécessairement menée en intégrant la double contrainte de pérennité du capital et de son contrôle, comme nous le verrons dans la partie III.

II.5. LA THÉORIE DE LA HIÉRARCHISATION DES FINANCEMENTS OU PECKING ORDER THEORY SELON LES COÛTS D'ASYMÉTRIE D'INFORMATION

Les travaux de Myers et Majluf (1984) vont plus loin que ceux de Ross (1977), en énonçant dans leur théorie de la hiérarchisation des financements (ou *Pecking Order Theory*) que les entreprises établissent une hiérarchie de leurs financements en fonction des coûts d'asymétrie d'information croissants :

- la forme de financement privilégiée devrait être les fonds internes, essentiellement le

réinvestissement des bénéfiques (autofinancement), dont le coût d'asymétrie d'information est nul et le cas échéant, la consommation de la trésorerie. De ce fait, les sociétés devraient adapter leurs versements de dividendes en fonction de leurs objectifs d'investissement.

- Viendraient ensuite les dettes, elles-mêmes hiérarchisées selon le coût d'asymétrie d'information. Ainsi, au sein des dettes, seraient privilégiées naturellement la dette bancaire, puis la dette obligataire et enfin la dette hybride - qui peut potentiellement donner accès aux marchés financiers - telle que les obligations convertibles.
- En dernier lieu, les entreprises émettraient des actions dont le coût d'asymétrie d'information est par nature le plus élevé au regard de l'exigence de communication requise pour accéder à ce type de marchés financiers.

Quels enseignements peut apporter la théorie de la hiérarchisation des financements quant à la structure financière des entreprises familiales ?

Nous verrons dans la partie III que les études empiriques relatives aux entreprises familiales montrent que ces dernières appliquent également une hiérarchisation de leurs financements, mais la double contrainte de pérennisation du contrôle et du patrimoine conduit à préserver l'indépendance et la gestion du risque. Ainsi, si la première ressource est toujours l'autofinancement, la deuxième est le capital à condition qu'il soit familial ou s'il est possible de préserver l'indépendance. La dette, compte tenu de l'aggravation du risque de détresse financière qu'elle engendre, n'est choisie qu'en dernier ressort.

II.6. LA THÉORIE DU MARKET TIMING (BAKER ET WURGLER, 2002) OU L'ARBITRAGE ENTRE LA DETTE ET L'AUGMENTATION DE CAPITAL SELON LA VALORISATION DE L'ENTREPRISE

Après le relâchement des hypothèses simplificatrices de Modigliani et Miller qui a permis de prendre en compte la fiscalité, les coûts de faillite et d'agences et la hiérarchisation des financements, les travaux de Becker et Wurgler (2002) conduisent à l'émergence d'un nouveau cadre théorique connu sous le nom « *Market Timing Theory* » ou « opération d'arbitrage sur la valeur liquidative ».

Il s'agit de considérer que les entreprises choisissent leur structure financière en tirant partie de l'inefficience et de la segmentation des marchés financiers réels. Selon cette théorie, les dirigeants ont intérêt à émettre des actions lorsque les marchés actions ont connu une période de forte performance et que les valorisations des entreprises sont élevées. A contrario, ces mêmes dirigeants ont intérêt à émettre de la dette lorsque les valorisations des actions sont faibles.

Ainsi selon la théorie du « *Market Timing* », l'analyse et la justification de la structure financière des entreprises seraient liées à l'historique des valeurs de marché de l'entreprise. Becker et Wurgler (2002) relèvent que 70% de la structure financière actuelle sont expliqués par des décisions prises, il y a plus de 10 ans et donc par les niveaux de valorisations relatives de l'époque. Ils montrent que les entreprises peu endettées ont été celles qui ont procédé à des augmentations de capital quand leur valorisation relative (mesurée par le rapport valeur des capitaux propres / montant comptable des capitaux propres) était généreuse et vice versa.

Quels enseignements peut apporter la théorie du « *Market Timing* » quant à la structure financière des entreprises familiales ?

Nous verrons dans la partie III que le poids de la double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle est dominant, et que la théorie du « *Market Timing* » ne semble guère pouvoir s'appliquer aux entreprises familiales.

II.7. LE POINT DE VUE DES DIRECTEURS FINANCIERS : PRIORITÉ À LA FLEXIBILITÉ FINANCIÈRE

Au cours des six sections précédentes, nous avons vu que la littérature académique sur la problématique du choix de la structure financière est particulièrement riche. De nombreux auteurs¹³ ont testé les hypothèses de la théorie du « *pecking order* » versus celle du « *Trade off* », du « *Market Timing* » et la pertinence de certaines variables telles que la fiscalité et la détresse financière.

Dans la pratique, quel est le point de vue des dirigeants et des directeurs financiers ?

Certains auteurs (notamment Graham et Harvey (2001), Brounen, Jong et Koedijk (2004), Bancel et Mittoo (2005) ont mené des enquêtes auprès de dirigeants et de directeurs financiers américains et européens pour analyser les critères de choix de structure financière. Même s'ils déclarent avoir un objectif plus ou moins défini de ratio d'endettement cible, la flexibilité financière (avoir une capacité de financement pour saisir une opportunité d'investissement ou affronter une crise) est le critère le plus important. Les autres critères cités sont l'impact sur la notation financière, les caractéristiques du secteur (levier

opérationnel, maturité, concurrence, ...), la position des actionnaires vis-à-vis du choix du financement, le timing par rapport à l'appétit des marchés financiers et la structure financière des concurrents.

Une vue largement partagée par les milieux professionnels et académiques est que les entreprises essaient de maintenir leur structure de capital autour d'un intervalle ou niveau cible considéré comme satisfaisant ou optimal. Toute déviation par rapport à cette cible engendre un re-balancement, soit par les titres en capital (émission, rachat d'actions), soit par la dette (émission, remboursement), en privilégiant naturellement plutôt le second ajustement. Par exemple, Graham et Harvey (2001) indiquent que 71% des directeurs financiers de leur échantillon mentionnent avoir un ratio de levier défini dans un intervalle cible et même que 10% d'entre eux parlent d'un ratio cible « strict ».

Même si les partisans de la théorie du « *Market Timing* » s'insurgent contre cette vision d'une gestion dynamique de la structure de financement, une tendance semble se dessiner notamment autour des travaux de Korajczyk et Levy (2003) et Levy et Hennessy (2007). Ceux-ci montrent que les entreprises ont généralement une structure de financement cible, mais que la présence de frictions (théorie du « *Trade off* ») et d'opportunités de marché (théorie du « *Market Timing* ») engendre des déviations qui peuvent être, en fonction des caractéristiques du secteur d'activité et des structures de financement des concurrents directs, plus ou moins passagères.

Concernant les entreprises familiales, on peut penser que ces déviations par rapport à un ratio

13 - Par exemple Shyam-Sunder et Myers (1999), Hovakimian et al. (2001), Fama et French (2002), Baker et Wurgler (2002), Frank et Goyal (2003), Flannery et Rangan (2006).

de levier cible, sont plus modérées que celles des entreprises non familiales. Côté dettes, la contrainte de pérennité de l'entreprise conduit à réduire la volatilité du niveau de dettes, notamment à la hausse, afin de préserver l'autonomie financière et la minimisation du risque de faillite. Côté actions, la contrainte de pérennité du contrôle se traduit par une volonté de non-dilution du contrôle.

Cette deuxième partie a permis de mettre en évidence les caractéristiques des différentes théories quant aux choix de la structure de financement des entreprises. Au fil de leur présentation, nous avons posé les premiers jalons d'interprétation quant à l'impact que peuvent avoir les spécificités des entreprises familiales sur ces théories, en particulier la double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle. Nous proposons donc dans la partie III de montrer en quoi les entreprises familiales remettent en question la théorie financière moderne et justifient ainsi d'une structure financière différente de celles des entreprises non familiales.

**III.
LES CARACTÉRISTIQUES
INTRINSÈQUES DES
ENTREPRISES FAMILIALES
REMETTENT-ELLES EN
QUESTION LE RECOURS
À LA THÉORIE FINANCIÈRE
MODERNE ?**



III. LES CARACTÉRISTIQUES INTRINSÈQUES DES ENTREPRISES FAMILIALES REMETTENT-ELLES EN QUESTION LE RECOURS À LA THÉORIE FINANCIÈRE MODERNE ?

A partir de l'analyse de la double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle qui caractérise les entreprises familiales (partie I) et sur la base des critères de choix de la structure financière (exprimés à travers les différentes théories fondamentales de la deuxième partie), nous sommes en mesure d'apporter la justification quant au moindre endettement des entreprises familiales par rapport à leurs alter egos non familiaux.

Dans une première section, nous considérons une extension du modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM) de la théorie moderne du portefeuille à deux dimensions (espérance-variance) à un modèle à quatre dimensions qui intègre, au-delà de ces deux critères, la double contrainte de pérennité des entreprises familiales. La priorisation de cette dernière dans le processus de décisions justifie à elle seule que les entreprises familiales aient un levier financier moindre.

Pour aller plus loin dans cette analyse, nous proposons dans une seconde section de remettre en perspective ces deux contraintes de pérennité dans un univers où les coûts d'agence et l'asymétrie d'information sont présents. Nous mettons en évidence que les observations et les modèles proposés pour expliquer la définition des structures de financement des entreprises en général ne sont plus totalement, voire plus du tout sous certains aspects, valides pour les entreprises familiales.

III.1. LES CARACTÉRISTIQUES INTRINSÈQUES DES ENTREPRISES FAMILIALES REQUIÈRENT DE CONSIDÉRER UN CAPM NON PLUS À 2 MAIS À 4 DIMENSIONS

Choisir un mode de financement repose sur les principes de la théorie financière moderne et en particulier sur le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM).

Sans revenir sur la formulation théorique de ce modèle, rappelons qu'il a pour objectif d'évaluer des actions dans un marché en équilibre. Il repose sur l'hypothèse selon laquelle seul le risque de marché - dit risque non diversifiable - est rémunéré par les investisseurs. Dès lors, la rentabilité exigée par un investisseur est égale au taux de l'argent sans risque, majoré d'une prime de risque, fonction de la rentabilité espérée sur les marchés et de la mesure du risque idiosyncratique de l'actif, non diversifiable. Cette dernière correspond à la volatilité de la rentabilité de l'actif considérée rapportée à celle du marché. En d'autres termes, elle mesure l'élasticité du cours du titre par rapport à l'indice boursier représentant le marché.

Selon le CAPM, le rendement d'un actif (ou d'un portefeuille, combinaison linéaire pondérée d'actifs) est une variable aléatoire qui possède une espérance (associée au rendement) et une variance (associée au risque). A partir de ce modèle, il est considéré que l'objectif de toute entreprise doit être de maximiser la valeur

de marché de ses actions, selon un critère rendement-risque, ce qui permet en outre de définir la structure financière pertinente et son levier financier associé.

Toutefois, les caractéristiques intrinsèques des entreprises familiales sont de nature à remettre en question cette approche à deux dimensions (rendement-risque), car elles exigent la considération de deux dimensions additionnelles que sont la pérennisation de l'entreprise et celle de son contrôle, c'est-à-dire à envisager un CAPM à quatre dimensions. Cette approche à quatre dimensions modifie dès lors les critères de choix de modes de financement et justifie que la structure financière des entreprises familiales puisse être différente de celles qui ne possèdent pas ces caractéristiques familiales.

L'objectif des entreprises familiales peut être, comme pour toutes les entreprises, de maximiser la valeur de marché des actions, selon un critère rendement-risque. Toutefois, dès que l'objectif de pérennisation conjointe de l'entreprise et de son contrôle est remis en question, alors cette double contrainte devient prioritaire par rapport au couple rendement-risque. L'objectif de rentabilité par rapport aux risques encourus est ainsi relégué au second plan, contrairement aux entreprises non familiales. Ce comportement est essentiel pour les actionnaires, car les décisions prises par les entreprises familiales peuvent alors aller à l'encontre des intérêts de ses actionnaires (arbitrage pérennité versus rentabilité).

Ainsi, l'analyse des décisions des entreprises familiales selon un modèle CAPM à quatre dimensions conduit à les inciter à choisir des investissements stratégiques qui, avant tout,

ne remettent pas en cause la pérennité de l'entreprise et de son contrôle, et donc en référence, à notre section sur la théorie du « *Trade off* », sur les coûts d'agence et les conflits d'intérêt, à choisir des projets d'investissement moins risqués, voire à sous investir. Par exemple, Westhead et al. (2001) observent au Royaume-Uni que certaines entreprises familiales préfèrent limiter l'exercice des options de croissance plutôt que d'ouvrir le capital. Cette double contrainte peut ainsi se traduire par un abandon de projets à valeur actuelle nette positive, si les cash flows futurs et le financement sont de nature à mettre en péril le respect du double objectif de pérennité (Fama et Jensen, 1983a, 1983b).

De plus, le fait que la détresse financière soit fréquemment associée à un changement de contrôle imposé par les apporteurs de fonds externes (Gilson, 1989 et 1990), engendre également un comportement prudent des entreprises familiales par rapport aux non familiales en matière de politique financière. Ce comportement peut être préjudiciable pour les actionnaires minoritaires. La relation de Dupont de Nemours montre en effet que la rentabilité financière (ROE, *Return on Equity*) est une fonction positive du levier financier et que le taux de croissance soutenable est d'autant plus faible que le levier est faible et la politique d'investissement frileuse.

En référence à la théorie de la hiérarchisation des financements (*Pecking Order Theory*), l'entreprise familiale aura tendance à minimiser la dette (qui augmente le risque de défaillance) et à augmenter les liquidités qui représentent des actifs dormants pour les actionnaires (pour répondre à la pérennité du contrôle). La forme

de financement privilégiée sera ainsi les fonds internes, essentiellement le réinvestissement des bénéfices qui répond à la double contrainte de pérennité. L'accumulation de la trésorerie pour s'assurer une certaine flexibilité financière réduit la probabilité de détresse financière.

Au-delà de l'autofinancement et dans l'optique d'une analyse de la politique de financement des entreprises familiales selon un CAPM à 4 dimensions, que devraient privilégier ces entreprises : la dette ou les capitaux propres ?

La réponse n'est pas triviale. La dette n'implique pas de dilution de contrôle et semble ainsi répondre parfaitement à la contrainte de pérennité du contrôle. Elle permet en outre de réduire l'occurrence d'une offre publique d'achat hostile (Stulz, 1988, Harris et Raviv, 1990 et 1991). Toutefois la dette, comme nous l'avons montré précédemment, de par son effet de levier, est de nature à porter atteinte à la contrainte de pérennité de l'entreprise.

Dans le nouveau contexte historiquement bas des taux d'intérêts où certaines entreprises familiales se financent (emprunts obligataires ou investissements privés) à un coût inférieur à 1% par an sur une période de 5-7 ans, le paradigme de la détresse financière devient probablement moins contraignant. Dès lors, nous pouvons nous demander si les entreprises familiales ont suffisamment intégré ce nouvel environnement. En d'autres termes, sont-elles suffisamment endettées ?

En revanche, l'augmentation de capital permet de ne pas accentuer le risque de défaillance de l'entreprise (favorable à la contrainte de pérennité de l'entreprise),

mais peut être de nature à diluer le contrôle de l'entreprise. Ainsi, certains auteurs (Denis et Denis, 1994, Cronqvist et Nilsson, 2005) montrent que les entreprises familiales ont tendance à posséder plusieurs classes d'actions, afin de limiter la dilution du contrôle. Mais le recours à des actions de préférence est en général mal perçu par les marchés financiers qui peuvent y voir un signal d'enracinement des dirigeants. Nombre d'études (par exemple Jarrell et Poulsen, 1988, Ang et Megginson, 1989) trouvent des rendements anormaux négatifs à l'annonce de l'émission de ce type d'actions.

Au final, le choix de la politique de financement entre dette et capitaux propres semble relativement ambigu, sauf dans le cas où une entreprise familiale peut augmenter son capital tout en assurant le contrôle familial de l'entreprise. Ce mode de financement est alors privilégié par rapport à la dette. A contrario, l'utilisation d'instruments de financement diluant le contrôle, par exemple l'action ordinaire ou les actifs hybrides donnant potentiellement accès au capital avec un effet de dilution des droits de vote, ne sont considérés qu'en dernier ressort. Belletante et Paraque (1998) soulignent ainsi la réticence des dirigeants de PME cotées aux augmentations de capital dilutives, « la crainte de la dilution » supplantant « toute référence objective ».

Pour compléter cette analyse, nous proposons dans la section suivante, d'intégrer au-delà du CAPM à quatre dimensions, les réflexions des théories de la partie II, en particulier celles relatives aux coûts d'agence et d'asymétrie d'information.

III.2. LES CARACTÉRISTIQUES INTRINSÈQUES DES ENTREPRISES FAMILIALES REQUIÈRENT DE CONSIDÉRER LES COÛTS D'AGENCE ET L'ASYMÉTRIE D'INFORMATION IMPACTÉS PAR LE STATUT D'ENTREPRISE FAMILIALE

Au-delà du modèle du CAPM à quatre dimensions, les spécificités des entreprises familiales engendrent un impact sur les coûts d'agence et de gestion de l'asymétrie de l'information par rapport aux entreprises non familiales. Ceci est de nature à modifier la structuration des financements et en particulier de la dette. Pour illustrer la complexité de ces relations nous proposons d'étudier :

- le conflit d'agence actionnaires-dirigeants via la problématique de la flexibilité financière pour une entreprise familiale ;
- les impacts négatifs des spécificités des entreprises familiales sur les coûts d'agence via la culture du secret, l'expropriation potentielle d'une partie des bénéfices au profit de la famille, le choix du dirigeant ;
- les impacts positifs des spécificités familiales des entreprises sur les coûts d'agence via les relations famille-prêteur.

Le conflit d'agence actionnaires-dirigeants via la problématique de la flexibilité financière pour une entreprise familiale

Ferreira et Vilela (2004) soulignent l'importance de la trésorerie dans les bilans des entreprises des pays de l'Union Européenne (environ 15% de la valeur comptable des actifs). Or, nous avons vu dans la partie II que les conflits d'agence actionnaires-dirigeants conduisaient les dirigeants à accroître leur trésorerie afin d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire sur la politique d'investissement de l'entreprise (Jensen, 1986).

En disposant de cette ressource disponible à tout moment et liquide, les dirigeants sont en effet indépendants des marchés des capitaux. Ils n'ont pas à révéler d'information sur l'entreprise et sur les perspectives de croissance et échappent ainsi au contrôle externe des marchés. Ceci est d'autant plus important pour les entreprises ne disposant pas d'opportunités d'investissement, celles dont l'actionnariat est diffus ou est réglementairement peu protégé. En effet, Dittmar et al. (2003), Ferreira et Vilela (2004) et Guney et al. (2003) montrent que dans les pays où la protection des minoritaires est faible, les entreprises détiennent jusqu'à deux fois plus de trésorerie que celles évoluant dans des pays plus protecteurs des droits des minoritaires. Pour remédier à ces comportements opportunistes, Jensen (1986, 1989) préconise que la trésorerie soit externalisée notamment via l'endettement. En d'autres termes, les entreprises où les conflits d'agence actionnaires-dirigeants sont potentiellement importants devraient avoir un ratio de levier financier élevé.

Le niveau important de trésorerie dans les entreprises peut toutefois aussi trouver sa justification dans la théorie du « *Trade-off* » et celle de la hiérarchisation des financements. Le niveau optimal de trésorerie est déterminé par l'arbitrage entre le coût marginal (coût d'opportunité de la détention de ces actifs très liquides dont la rentabilité est très faible) et le bénéfice marginal de la détention de trésorerie (flexibilité financière réduisant la probabilité d'une crise de liquidité, permettant d'éviter que de nouvelles opportunités d'investissement soient différées, voire abandonnées lorsque les contraintes de financement sont saturées).

Dans le cadre spécifique des entreprises familiales, nous avons vu précédemment qu'il est nécessaire

de distinguer si le dirigeant est un membre de la famille ou non, et s'il est le fondateur ou non. Ainsi, Morck et al. (2000) montrent que si le fondateur est présent, la trésorerie a un rôle de financement des projets de développement, alors que dans le cas contraire, elle doit en premier lieu réduire l'exposition au risque. Faccio et al. (2001), Holderness et al. (1999), Shleifer et Vishny (1997) démontrent également que cette trésorerie peut répondre à la contrainte de ne pas retourner sur le marché pour ne pas révéler de l'information lorsque des investissements sont à réaliser, plutôt qu'à un problème de conflits d'agences entre minoritaires et majoritaires.

A la lumière de cette analyse, il est raisonnable de conclure que la détention importante de liquidités des entreprises, en particulier familiales, soit plus dictée par un souci de flexibilité financière et un principe de précaution que par d'autres considérations.

Les impacts négatifs des spécificités des entreprises familiales sur les coûts d'agence

Pour illustrer les impacts négatifs que peuvent avoir les spécificités des entreprises familiales, nous retenons trois exemples : la culture du secret, l'expropriation potentielle d'une partie des bénéfices au profit de la famille, le choix du dirigeant.

Pour des raisons stratégiques liées à la pérennisation de l'entreprise, les entreprises familiales sont réputées pour cultiver le secret et peuvent entretenir une asymétrie informationnelle envers les tiers à l'entreprise sur des variables considérées comme stratégiques pour l'entreprise ou la famille (par exemple le leader mondial de la

levure, Lesaffre, publie en IFRS mais communique uniquement le montant de son chiffre d'affaires). Dans cette optique, il est aisé de comprendre qu'indépendamment de l'éventuelle dilution du contrôle, la cotation en bourse n'est pas envisagée par de nombreux groupes familiaux qui n'y sont pas contraints, car ils considèrent que cela nécessiterait une trop grande transmission d'information aux marchés et en particulier aux concurrents (Brau et Fawcett, 2006). De façon similaire, l'asymétrie informationnelle est un élément clé de la structure financière de la dette des entreprises familiales, en particulier de la maturité, de l'arbitrage taux fixe-taux variable, de la stratégie de couverture de taux d'intérêt.

En revanche, il faut noter que la qualité des informations comptables et financières des entreprises familiales cotées est généralement meilleure que celles des non familiales (Ali et al., 2006, Tong, 2007), pour des raisons de réputation, de développement et de pérennité du patrimoine et du contrôle familial, mais également pour les besoins du contrôle des dirigeants non familiaux par la famille. La communication sur la gouvernance est cependant en général plus opaque.

Une autre source d'accroissement des coûts d'agence est liée au conflit d'intérêt entre les actionnaires familiaux et les actionnaires minoritaires. Comme évoqué précédemment, la maximisation de la valeur, préoccupation majeure des actionnaires minoritaires, peut être remise au second plan, dès lors que la double contrainte de pérennité est menacée. Conscients de l'expropriation potentielle d'une partie des rentes au profit de la famille, les actionnaires minoritaires sont en mesure d'augmenter leur exigence de coût des capitaux propres. Par ailleurs, l'objectif

de stabilité du contrôle est généralement perçu comme un élément négatif par les actionnaires minoritaires, car la probabilité d'une offre publique est faible.

Enfin, la dernière illustration que nous proposons est le choix du dirigeant. Les actionnaires minoritaires ont conscience que certaines familles, pour protéger leurs intérêts, choisissent le dirigeant au sein de la famille. En ne le choisissant que sur le marché interne à la famille, elle exclut potentiellement un dirigeant plus compétent mais non-membre de la famille. Ce constat correspond à la théorie précédemment énoncée de l'enracinement et de l'expropriation des minoritaires. De nombreuses études¹⁴ montrent que les entreprises dans lesquelles le dirigeant est un membre de la famille fondatrice - mais pas le fondateur - les Q de Tobin et leur rentabilité mesurée par le ROA (*Return on Assets*) sont plus faibles que lorsque le dirigeant ne fait pas partie de la famille. D'ailleurs, certaines familles conscientes de ce manque d'efficacité, tentent de reproduire au sein de la famille un marché concurrentiel de dirigeants familiaux potentiels, en se focalisant avant tout sur les qualités entrepreneuriales des candidats.

Les impacts positifs des spécificités des entreprises familiales sur les coûts d'agence

Certaines caractéristiques intrinsèques aux entreprises familiales peuvent réduire les coûts d'agence. Par exemple, la contrainte de pérennité de l'entreprise est de nature à constituer une garantie pour les prêteurs contre le risque moral de substitution d'actif¹⁵, ce qui *in fine* devrait impacter à la baisse le spread de la dette. Ainsi, alors que privilégier la valorisation de l'entreprise

familiale au détriment de la valorisation des actions était de nature à augmenter la prime de risque exigée par les actionnaires non familiaux (augmentation des coûts d'agence familles-actionnaires minoritaires), cette priorisation réduit les coûts d'agence familles-prêteurs, car elle est de nature à réduire la probabilité de faillite et donc l'exposition aux risques des prêteurs.

Une autre source de réduction des coûts d'agence est celle liée à l'asymétrie informationnelle relevant de la réputation et de la confiance. Nous avons précédemment mis en exergue la problématique de la culture du secret, mais une autre composante de l'asymétrie informationnelle sont la réputation et la confiance. Nombre de travaux insistent sur l'importance de la confiance dans les relations financières entre les entreprises et les différentes parties prenantes, notamment les apporteurs de capitaux (Arrow, 1974 ; La Porta et al., 1997 ; Allouche et al., 2008).

Lorsque deux parties entrent en relation lors d'une opération de financement, deux risques liés à l'asymétrie d'information se présentent : le risque de sélection adverse, i.e. celui lié à la non possibilité de distinguer ex-ante la qualité de la signature, et le risque de l'aléa moral i.e. le risque d'un comportement opportuniste vis-à-vis des apporteurs de fonds en adoptant une stratégie d'investissement partiellement non conforme à celle annoncée.

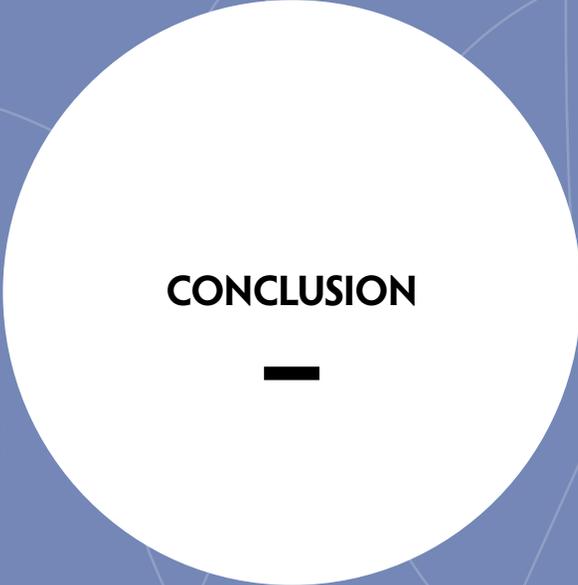
L'objectif de pérennité de l'entreprise affiché par les entreprises familiales requiert la protection de leur réputation auprès des différentes parties prenantes (prêteurs, fournisseurs, clients, salariés et actionnaires), ce qui contribue à établir une relation de confiance sur le long terme, y compris

14 - Fama et Jensen (1983), Johnson et al. (1985), Charreaux (1997), Morck et al. (2000), Gomez-Mejia et al. (2001), Anderson et al. (2003a), Maury (2006), Pérez-González (2006).
15 - Le transfert ou substitution d'actif consiste à transférer aux prêteurs une partie du risque économique sans rémunération (Galai et Masulis, 1976).

avec les apporteurs de fonds, et en particulier les banques, ce qui contribue à réduire l'asymétrie d'information.

Réputation et confiance concourent à une réduction du risque de sélection adverse et d'aléa moral, de nature à impacter la structuration du financement et les primes de risque, notamment par rapport à celles des entreprises non familiales.

En conclusion de cette partie III, nous avons montré que les spécificités des entreprises familiales et en particulier la priorisation de la double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle sur le couple rendement-risque, remettent en cause le traditionnel modèle de la théorie financière moderne (le CAPM) et les différentes théories des coûts d'agence et d'asymétrie d'information. Par conséquent, cette double contrainte remet en cause les traditionnels critères de choix de la structure financière et justifierait ainsi que l'endettement financier des entreprises familiales soit moindre que celui des entreprises non familiales.



CONCLUSION



CONCLUSION

La crise financière et économique de 2008, la raréfaction des ressources financières et la baisse de la rentabilité des entreprises qui réduit à due concurrence l'autofinancement, ont renforcé l'attrait du sujet du niveau d'endettement optimal qui relève très souvent de la quête du Graal. De nombreuses entreprises familiales qui veulent financer leur développement et leur croissance s'interrogent ainsi sur la question structurante suivante : les caractéristiques intrinsèques des entreprises familiales justifient-elles un niveau d'endettement inférieur à celui des entreprises non familiales ?

Nous avons montré que pour répondre à cette problématique, il était nécessaire d'intégrer deux contraintes spécifiques aux entreprises familiales : la pérennité de l'entreprise et la pérennité du contrôle. En intégrant ces deux dernières au sein de la théorie financière moderne, nous avons reconsidéré le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM), la théorie des signaux, de la hiérarchisation des financements (Pecking Order Theory), du « *Trade off* » et du « *Market Timing* ».

Selon le CAPM, l'objectif de toute entreprise doit être de maximiser la valeur de marché de ses actions, selon un critère de rendement-risque, ce qui permet en outre de définir la structure financière pertinente et son levier financier associé. Nous avons montré que lorsqu'on étudie une entreprise familiale, il est nécessaire de considérer un CAPM à quatre dimensions pour intégrer également la double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle. Dès lors, en cas de

conflit, le critère classique de rendement-risque est relégué au second plan et la double contrainte de pérennité priorisée. Ce comportement est essentiel pour les actionnaires, car les décisions prises par les entreprises familiales peuvent aller à l'encontre des intérêts de ses actionnaires (arbitrage pérennité versus rentabilité).

Nous avons ainsi mis en évidence que cette approche en quatre dimensions modifie les critères de choix de modes de financement, et est de nature à justifier que la structure financière des entreprises familiales puisse être différente des entreprises non familiales.

Au-delà du CAPM, nous avons également montré que les spécifications des entreprises familiales engendrent un impact sur les coûts d'agence et la gestion de l'asymétrie de l'information, qui remet en cause le traditionnel ordre de priorisation (autofinancement, dette puis capitaux propres) des entreprises non familiales.

Plus précisément, les entreprises familiales semblent être en mesure de réduire les conflits d'agence, en particulier ceux d'actionnaires-dirigeants (puisque ces rôles sont souvent endossés par les mêmes personnes issues de la famille), notamment si l'enracinement est optimal (par opposition à opportuniste), c'est-à-dire si le contrôle familial offre au dirigeant, éventuellement externe (gouvernance familiale), suffisamment de marge de manœuvre pour choisir la politique d'investissement et de financement qui lui permette de créer de la valeur.

Au final, les entreprises familiales privilégient l'autofinancement qui leur offre la flexibilité financière, la protection de pérennité de l'entreprise (la dette augmente la probabilité de faillite) et du contrôle (l'augmentation de capital non familial dilue l'actionnariat familial), et ne requiert pas la divulgation d'information (les entreprises familiales sont plus secrètes en général que leurs alter ego non familiaux).

Pour ces mêmes raisons (probabilité de faillite et contrôle), lorsque l'autofinancement n'est pas suffisant, l'augmentation de capital auprès de la famille est privilégiée afin de ne pas diluer le contrôle familial. Si cette augmentation de capital familial n'est pas possible, alors le recours à la dette (dans l'ordre de révélation d'information croissant, c'est-à-dire, l'emprunt bancaire, les placements privés puis la dette obligataire) est envisagé.

L'augmentation de capital, le financement hybride ou l'introduction en bourse ne sont considérés qu'en dernier ressort, la crainte de la dilution supplantant parfois toute référence objective.

Toutefois, dans le nouveau contexte historiquement bas des taux d'intérêts où certaines entreprises familiales se financent (emprunts obligataires ou investissements privés) à un coût inférieur à 1% par an sur une période de 5-7 ans, le paradigme de détresse financière devient probablement moins contraignant. Dès lors, nous pouvons nous demander si les entreprises familiales ont suffisamment intégré ce nouvel environnement. En d'autres termes, sont-elles suffisamment endettées ? Face à la restriction du crédit proposé par les banques, parfois pour des raisons réglementaires (Bâle III), de nouveaux modes de financement

devraient se développer spécifiquement pour les entreprises familiales afin d'intégrer cette double contrainte de pérennité de l'entreprise et de son contrôle, tels que le financement hybride de quasi fonds propres sans ouverture du capital (OBSAR réservée aux commandités par exemple) ou les émissions obligataires mutualisées.



BIBLIOGRAPHIE



BIBLIOGRAPHIE

- Adams, R. B., H. Almeida, et D. Ferreira. 2008. Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance. *Journal of Empirical Finance*. 16:136-150.
- Agrawal, A., et N. J. Nagarajan. 1990. Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all-equity firms. *Journal of Finance* 45 (4): 1325-31.
- Ali, A., T. Y. Chen, et S. Radhakrishnan. 2006. Corporate Disclosure by Family Firms. *Journal of Accounting and Economics*. 44:238-286.
- Allouche, J., B. Amann, et P. Garaudel. 2007. Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : Le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial. XVIème Conférence Internationale de Management Stratégique.
- Allouche, J., B. Amann, J. Jaussaud et T. Kurashina. 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*. 21(4): 315-329
- Amit, R. et B. Villalonga. 2006. How do family ownership, control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (2): 385-417.
- Amit, R., H. Liechtenstein, M. J. Prats, T. Millay, et L. P. Pendleton. 2008. Single family offices: Private wealth management in the family context? Wharton Global Family Alliance Report.
- Anderson, R. C., et D. M. Reeb. 2003a, Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58 (3): 1301-28.
- Anderson, R. C., et D. M. Reeb. 2003b. Founding family ownership, corporate diversification and firm leverage. *Journal of Law & Economics* 46 (2): 653-81.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi, et D. M. Reeb. 2003c. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68 (2): 263-85.
- Ang, J. C., R. A. Cole, et J. W. Lin. 2000. Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance* 55 (1): 81-106.
- Ang, J. C., et W.L. Megginson. 1999. Restricted Voting Shares, Ownership Structure, and the Market Value of Dual-Class Firm. *Journal of Financial Research*. 12 (4). 301-318.
- Asquith, P., et D. W. Mullins. 1986. Signalling with dividends, stock repurchase and equity issues. *Financial Management* 15 (3): 27-44.
- Baker, M., et J. Wurgler. 2002. Market Timing and capital structure. *Journal of Finance* 57 (1): 1-33.
- Bancel, F., et U.R. Mitoo. 2004. The determinants of capital structure choice: A survey of European firms, *Financial Management*, 33 (4), 103-132
- Belletante, B., et B. Paraque. 1998. Accès aux marchés financiers et performances des entreprises industrielles. *Bulletin de la Banque de France* 53:97-106.
- Brau, J. C., et S. E. Fawcett. 2006. Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance* 61 (1): 399-436.

- Brau, J. C., B. Francis, et N. Kohers. 2003. The choice of IPO versus takeover: Empirical evidence. *Journal of Business* 76 (4): 583-612.
- Brounen, D., A. de Jong, et K. Koedijk. 2004. Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice, *Financial Management*, 33 (4), 71-101.
- Charreaux, G. 1997. Le gouvernement des entreprises, corporate governance – Théories et faits. *Economica*.
- Churchill, N., et K. J. Hatten. 1987. Non-market-based transfers of wealth and power: A research framework for family business. *American Journal of Small Business* 11 (3): 51-64.
- Cronqvist, H., et M. Nilsson. 2005. The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics* 78 (2): 375-407.
- DeAngelo, H., et L. DeAngelo. 1985. Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics* 14 (1): 33-69.
- DeAngelo, H., et R. Masulis. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics* 8 (1): 3-29.
- Denis, D. J., et D. K. Denis. 1994. Majority owner-managers and organizational efficiency. *Journal of Corporate Finance* 1 (1): 91-118.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, et H. Servaes. 2003. International corporate governance and corporate cash holding. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1): 111-33.
- Eisfeldt, A. 2004. Endogenous liquidity in asset markets. *Journal of Finance* 59(1): 1-30.
- European Commission. 2009. Overview of Family-Business relevant issues: Research, networks, Policy Measures and Existing Studies, Final Report of the Expert Group.
- Faccio, M., L. Lang, et L. Young. 2001. Dividend and expropriation. *American Economic Review* 91 (1): 54-78.
- Fama, E., K.R., French. 2002. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Fama, E. F., et M. C. Jensen. 1983a. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 301-26.
- Fama, E. F., et M. C. Jensen. 1983b. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* 26 (2): 327-50.
- Ferreira, M., et A. Vilela. 2004. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management* 10 (2): 295-319.
- Flannery, M.J., et K.P. Rangan. 2006. Partial adjustment toward target capital structures, *Journal of Financial Economics*, 79, 469-506.
- Frank, M.Z., et V.K. Goyal. 2003. Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Galai, D., et R. Masulis. 1976. The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of Financial Economics* 3(1-2): 53-81.

- Gallo, M. A., et A. Vilaseca. 1996. Finance in family business. *Family Business Review* 9 (4): 287-305.
- Gallo, M. A., J. Tapiés, et K. Cappuyns. 2004. Comparison of family and non-family business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review* 17 (4): 303-18.
- Gilson, S. C. 1989. Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics* 25 (2): 241-62.
- Gilson, S. C. 1990. Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics* 27 (2): 355-87.
- Ginglinger, E., et F. L'Her. 2002. Ownership structure and open market stock repurchase in France. SSRN working paper.
- Gómez-Mejía, L., M. Núñez-Nickel, et I. Gutiérrez. 2001. The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal* 44 (1): 81-85.
- Graham, J. R. 1996. Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics* 41 (1): 41-73.
- Graham, J. R., et C. R. Harvey. 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60 (2-3): 187-243.
- Guney, Y., A. Ozkan, et N. Ozkan. 2003. Additional International Evidence on Corporate Cash Holdings. EFMA Helsinki meetings.
- Habbershon, T., M. Williams, et I. C. MacMillan. 2003. A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing* 18 (4): 451-66.
- Harris, M., et A. Raviv. 1990. Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance* 45 (2): 321-49.
- Harris, M., et A. Raviv. 1991. The theory of capital structure. *Journal of Finance* 46 (1): 297-355.
- Harvey, J. H. 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business* 6 (1): 41-55.
- Holderness, C., et D. Sheehan. 1988. The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 317-46.
- Holderness, C., Kroszner R. et D. Sheehan. 1999. Where the good old days that good? Changes in managerial stocks ownership since the Great Depression. *Journal of Finance* 54 (2): 435-69.
- Hovakimian, A., T. Oler, et S. Titman. 2001. The debt equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36 (1): 1-24.
- Jarrell, G., et A. Poulsen. 1988. Dual class recapitalizations as anti-takeover mechanisms: The recent evidence. *Journal of Financial Economics* 20 (1): 129-52.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-29.
- Jensen, M. 1989. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* 67(5): 61-74.
- Jensen, M., et W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-60.

- Johnson, B., R. Magee, N. Nagarajan, et H. Newman. 1985. An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths: Implications for the managerial labor market. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3): 151-74
- Kashmiri, S. et V. Mahajan. 2014. Beating the Recession Blues: Exploring the Link between Family Ownership, Strategic Marketing Behavior and Firm Performance during Recessions. *International Journal of Research in Marketing* 31, 78-93
- Kaye, K. 1991. Penetrating the cycle of sustained conflict. *Family Business Review* 4 (1): 21-44.
- Korajczyk, R. A., et A. Levy. 2003. Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics* 68 (1): 75-109.
- Korajczyk, R. A., D. Lucas, et R. L. McDonald. 1991. The effect of information releases on the price and timing of equity issues. *Review of Financial Studies* 4 (4): 685-708.
- Korajczyk, R. A., D. Lucas, et R. L. McDonald. 1992. Equity issue with time-varying asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (3): 397-417.
- Kraus, A., et R. H. Litzenberger. 1973. A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance* 28 (4): 911-22.
- La Porta, R., F. López de Silanes, et A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471-517.
- La Porta, R., F. López de Silanes, A. Shleifer, et R. W. Vishny. 1997. Trust in large organizations. *American Economic Review* 87 (2): 333-38.
- Leland, H. E. 1994. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure », *Journal of Finance* 49 (4): 1213-52.
- Leland, H. E. 1998. Agency costs, risk management, and capital structure. *Journal of Finance* 53 (4): 1213-43.
- Levy, A., et C. Hennessey. 2007. Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions? *Journal of Monetary Economics* 54 (6): 1545-64.
- Lopez-de-Silanes, F., et T. Waxin. 2014. Family Firms and Performance: Where Do We Stand?. EDHEC Business School. Position Paper.
- Mackie-Mason, J. K. 1990. Do taxes affect corporate financing decisions? *Journal of Finance* 45 (5): 1471-93.
- Markowitz, H. 1952. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 7 (1), 77-91
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12(2): 321-41.
- Mazzola, P., S. Sciascia et F.W. Kellermanns. 2013. Non-linear Effects of Family Sources of Power on Performance. *Journal of Business research*. 66(4): 568-574
- McConaughy, D. L., C. H. Matthews, et A. S. Fialko. 2001. Founding family controlled firms: Performance, risk and value. *Journal of Small Business Management* 39 (1): 31-49.

- Mignon, S. 2000. La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire. *Finance, Contrôle, Stratégie* 3 (1): 169-96.
- Miller, M. et M.S. Scholes. 1978. Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*. 6, 333-364.
- Mishra, C. S., et D. L. McConaughy. 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.
- Modigliani, F., et M. Miller. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48 (3): 261-97.
- Modigliani, F., et M. Miller. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53 (3): 433-43.
- Morck, R. K., D. A. Stangeland, et B. Yeung. 2000. Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian disease? In *Concentrated corporate ownership*, ed. R. K. Morck, 319-369. University of Chicago Press.
- Myers, S. C., et N. 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.
- O'Boyle, E., Jr., J.M. Pollack et M Rutherford. 2012. Exploring the relation between Family involvement and Firms' Financial Performance: a meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing* 27: 1-18
- Palia, D., et S. A. Ravid. 2003. The role of founders in large companies: Entrenchment or valuable human capital? EFA Annual Conference, paper 323.
- Pérez-González, F. 2006. Inherited control and firm performance. *American Economic Review* 96 (5): 1559-88.
- Ross, S. A. 1977. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics* 8 (1): 23-40.
- Shanker M. C., J. H. Astrachan, 1996. Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy – a framework for assessing family business statistics. *Family Business Review* 9 (2): 107-23.
- Sharpe, W.F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risks. *The Journal of Finance*. 19 (3), 425-442.
- Shleifer, A., et R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737-83.
- Shyam-Sunder, L. and S.C. Myers. 1999. Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. 51, 219-244.
- Sraer, D., et D. Thesmar. 2007. The performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association* 5 (4): 709-51.
- Stulz, R. M. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20 (1-2): 25-54.
- Tong, Y. H. 2007. Financial reporting practices of family firms. *Advances in Accounting* 43:231-61.
- Treynor, J. L. 1961. Market Value, Time, and Risk. *Unpublished manuscript dated 8/8/61*, 95-209.

- Treynor, J. L. 1962. Toward a Theory of Market Value of Risky Assets. Unpublished manuscript. Rought Draft dated by Mr. Treynor to the fall of 1962. A final version was published in 1999, in *Asset Pricing and Portfolio Performance*. R. A. Korajczyk (editor) London: Risk Books. 15-22.
- Westhead, P., M. Cowling, et C. Howorth. 2001. The development of family companies: Management and ownership imperatives. *Family Business Review* 14 (4): 369-85.



LILLE

24 avenue Gustave Delory - CS 50411
59057 Roubaix Cedex 1 - France
Tél. : + 33 (0)3 20 15 45 00
Fax : + 33 (0)3 20 15 45 01

NICE

393 promenade des Anglais - BP 3116
06202 Nice Cedex 3 - France
Tél. : + 33 (0)4 93 18 99 66
Fax : + 33 (0)4 93 83 08 10

PARIS

16-18 rue du 4 septembre
75002 Paris - France
Tél. : + 33 (0)1 53 32 76 30
Fax : + 33 (0)1 53 32 76 31

LONDRES

10 Fleet Place, Ludgate
London EC4M 7RB - United Kingdom
Tél. : + 44 (0)207 871 67 40
Fax : + 44 (0)207 248 22 09

SINGAPOUR

1 George Street
#07-02 Singapore 049145
Tél. : + 65 (0)6438 0030
Fax : + 65 (0)6438 9891

..... WWW.EDHEC.EDU



L'EDHEC fait partie des cinquante Business Schools mondiales titulaires de la triple couronne EQUIS, AACSB, AMBA. Trois accréditations internationales qui reconnaissent l'excellence académique des programmes, la qualité du corps professoral, les liens étroits avec les entreprises, ainsi que l'implication du Groupe EDHEC dans son environnement local et économique.

