



” La combinaison d’indicateurs comptables et de caractéristiques de propriété et de gestion permet-elle d’expliquer l’endettement financier des PME familiales ? ”

Olivier Colot, Mélanie Croquet

► To cite this version:

Olivier Colot, Mélanie Croquet. ” La combinaison d’indicateurs comptables et de caractéristiques de propriété et de gestion permet-elle d’expliquer l’endettement financier des PME familiales ? ”. Comptabilité et Connaissances, May 2005, France. pp.CD-Rom, 2005. <halshs-00581179>

HAL Id: halshs-00581179

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00581179>

Submitted on 30 Mar 2011

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

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

« La combinaison d'indicateurs comptables et de caractéristiques de propriété et de gestion permet-elle d'expliquer l'endettement financier des PME familiales ? »

Olivier Colot, assistant , Université Mons Hainaut, Centre de Recherche Warocqué, 17 Place Warocqué 7000 Mons, tel : 003265/37.32.80, Olivier.Colot@umh.ac.be

Mélanie Croquet, assistante, Université Mons Hainaut, Centre de Recherche Warocqué, 17 Place Warocqué 7000 Mons, ; tel : 003265/37.32.45, Melanie.Croquet@umh.ac.be

Résumé

L'étude économétrique présentée se concentre sur l'analyse des déterminants de l'endettement financier des PME. L'originalité de cet apport consiste à expliquer ce niveau d'endettement sur base de variables comptables, financières ainsi que de variables propres aux PME en terme de propriété et de gestion et à constater si le caractère familial d'une PME influence ce niveau d'endettement financier.

Mots-clés : PME familiale, structure d'endettement financier, caractéristiques de propriété, caractéristiques de gestion, comptabilité, analyse financière.

Summary

Since small and medium-sized firms are often neglected in the empirical studies treating of the debt, we wished, via an econometric study to determine which are the characteristics in term of property and of management specific to this kind of firms which could, beside the variables usually selected to explain the debt, also to influence their degree of financial debt.

Keywords: family SME, accounting, financial indebtedness, characteristics of property, characteristics of management

1. Introduction

L'explication de la structure d'endettement des entreprises est un sujet qui, certes, a déjà fait couler beaucoup d'encre mais qui, à l'heure actuelle, n'a toujours pas conduit à une théorie consensuelle de l'endettement. Par théorie consensuelle, nous entendons une théorie qui verrait ses conclusions validées par une majorité de théoriciens et de praticiens de la finance d'entreprise moderne. Mais n'est-ce pas rêver que de penser qu'une telle théorie puisse un jour exister surtout que de nos jours le fossé entre les conclusions des financiers théoriciens et des financiers praticiens reste toujours éminemment grand [Carpentier, 2000]. De plus, peut-il n'exister qu'une seule théorie consensuelle de l'endettement valable pour tous les types d'entreprises car, en plus de tenir compte de déterminants comptables et financiers tirés des comptes annuels des entreprises, cette théorie devrait prendre idéalement en considération des caractéristiques propres aux entreprises et propres au comportement du dirigeant face à cette problématique de l'endettement ? Le débat est loin d'être clos car si, de nos jours, les préceptes financiers théoriques en matière d'endettement ne sont que très peu validés sur le terrain [Trahan & Gitman, 1995], il n'existe toujours aucun consensus, au sein même des théoriciens de la finance, quant aux facteurs qui déterminent le comportement des entreprises en matière d'endettement.

A cet égard, le comportement des entreprises familiales en matière de financement semble représenter un domaine peu exploré. En effet, seulement 14% des études traitant des PME familiales se sont véritablement penchées sur la problématique de leur financement [Allouche & Amann, 2000, p.4]. Or, en Belgique, ces entreprises familiales, qui sont très souvent des PME, représentent une majeure partie de l'économie [Donckels, 1989 ; Donckels & Aerts, 1993 ; Van Caillie & Denis, 1996, Colot, 2005]. Ce manque de curiosité intellectuelle à l'égard du financement de ces entités ainsi que l'absence de consensus entourant les facteurs influençant le comportement des entreprises en matière d'endettement nous ont poussé à réaliser une étude empirique concernant l'impact du caractère familial sur le niveau d'endettement financier de ces PME. Pour ce faire, nous avons travaillé sur base d'un échantillon de PME belges. Nous n'avons bien entendu pas la prétention de réconcilier les théoriciens de la finance et encore moins de proposer une ébauche de théorie consensuelle de l'endettement. Toutefois, l'apport particulier de cette étude est de prendre en considération l'une des caractéristiques fortes des PME, à savoir leur caractère familial ou non dans la détermination de leur structure d'endettement financier.

2. Question de recherche

Différents modes de financement existent pour les PME familiales : autofinancement, endettement et ouverture du capital. Dans notre étude, nous ne nous préoccupons pas de la possibilité pour ces entreprises d'ouvrir leur capital pour accroître leurs moyens de financement. En effet, les entreprises familiales ne feront appel à l'ouverture du capital qu'en dernier recours vu que ce mode financement peut entraîner une perte de contrôle de la famille sur l'entreprise, si la famille ne participe pas à l'opération. Par conséquent, nous avons choisi d'axer notre recherche sur la problématique de l'endettement financier des entreprises

familiales belges. Cet endettement financier représente une alternative de financement non négligeable puisqu'il évite la dilution de l'actionnariat et la perte du contrôle familial.

Le but de notre recherche est donc de déterminer l'influence que peut avoir le caractère familial d'une entreprise sur son niveau d'endettement financier. En effet, on peut se demander quelle est l'influence de variables telles que l'âge de la PME, sa taille, la participation ou non du dirigeant dans le capital de l'entreprise qu'il gère, l'âge moyen de l'équipe dirigeante, la structure de l'actionnariat, le caractère majoritairement familial ou non du conseil d'administration. Pour ce faire, les variables explicatives que nous retiendrons dans notre modèle économétrique seront essentiellement constituées de variables reflétant les caractéristiques propres des PME familiales et de variables constituant les déterminants habituellement rencontrés dans la littérature pour expliquer la structure d'endettement des entreprises.

Par ce papier, nous allons donc essayer de répondre à la question suivante : la combinaison d'indicateurs comptables et de caractéristiques propres aux PME familiales permet-elle d'expliquer leur endettement financier ? Cela nous amène à nous intéresser d'une part à la PME familiale que nous allons expliciter dans la section suivante et, d'autres part, aux théories et études empiriques concernant la structure d'endettement des entreprises.

3. Concept de PME familiale

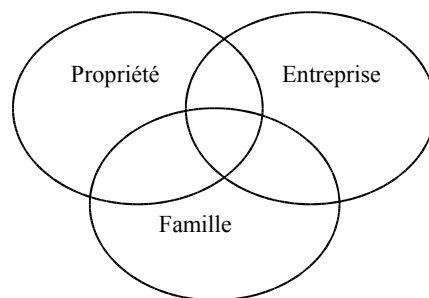
Bon nombre d'études [notamment Donckels & Frohlich, 1991 ; Cromie, Stephenson & Monteith, 1995 ; La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer, 1999] affirment que la majorité des PME dispose d'une structure familiale et que ces dernières constitueraient plus de deux tiers des entreprises des pays occidentaux. Mais définir la PME, qu'elle soit familiale ou non, n'est pas un exercice aisé. En effet, Peterson [1978] constate qu'« *il y a une certaine ironie à vouloir définir les PME. Comme elles représentent 98% des décisions économiques en nombre de firmes, il serait naturel d'essayer de définir l'exception, à savoir les grandes entreprises.* ». Julien [1984, p. 2] ajoute même « *qu'il n'y a pas de frontière claire et précise entre la petite et la grande entreprise car entre ces deux extrêmes, il existe une multitude d'entreprises aux caractéristiques diverses.* » Cette constatation est renforcée par Bucaille & Beauregard [1986, p2], qui affirment que « *la PME est diversité ; elle l'est dans son marché, dans ses comportements, dans ses hommes, dans son évolution, dans ses technologies ou dans ses risques. Aucune PME ne ressemble vraiment à une autre.* »

Le concept d'entreprise familiale n'est pas clair car il ne peut pas être défini à partir de formes juridiques spécifiques ou de critères de taille spécifiques. Pour Christensen [1953], une entreprise est familiale lorsqu'elle porte le nom de la famille et est imprégnée de ses valeurs et traditions. La famille doit en outre fournir des dirigeants et être (ou avoir été) propriétaire d'une grande partie des actions. Davis et Tagiuri [1982] définissent quant à eux l'entreprise familiale comme « *une organisation dans laquelle deux ou plusieurs membres de la famille élargie influencent la direction de l'entreprise à travers l'exercice des liens de parenté, des postes de management ou des droits de propriété sur le capital* ». Plus simplement, Stern [1986] se réfère à une entreprise détenue et dirigée par les membres d'une ou deux familles. Aronoff et Ward [1990] ont choisi une définition identique. Selon Handler [1989], l'entreprise familiale est une organisation dans laquelle les principales décisions opérationnelles et les objectifs quant à la transmission sont influencés par les membres de la famille impliqués dans le management ou dans le conseil d'administration. Astrachan et Kolenko [1994] considèrent

qu'une entreprise est familiale si la famille détient au moins 50 % du capital pour les sociétés non cotées et 10 % pour les sociétés cotées, si l'entreprise existe depuis au moins 10 années ininterrompues, si au moins deux membres de la famille sont impliqués dans l'entreprise et enfin, si le propriétaire a la volonté de transmettre l'entreprise à la prochaine génération. Plus récemment, Floren [2002, p. 11] définit qu'une entreprise est familiale si elle satisfait à au moins deux des critères suivants : la famille doit détenir au moins 50 % des actions de l'entreprise ; la famille doit avoir une influence décisive sur la stratégie de l'entreprise et sur les décisions de transmission de l'entreprise ; la majorité ou au moins deux membres du conseil d'administration ou de la direction doivent être des membres d'une famille. Bref, ce relevé non exhaustif des définitions de l'entreprise familiale nous montre qu'elles sont nombreuses et hétérogènes. Cependant, il ressort de l'ensemble de la littérature que les trois principaux critères qui permettent d'identifier les entreprises familiales sont le contrôle du capital par la famille, la participation active de la famille dans la gestion de l'entreprise et enfin, la transmission ou la volonté de transmettre l'entreprise à la génération suivante.

La gestion de la PME familiale est régie par un compromis issu des valeurs, des normes et des objectifs de trois systèmes : la famille, l'entreprise et la propriété de l'entreprise (actionnariat). Chacun de ces sous-systèmes a ses propres valeurs et objectifs. Ainsi, les valeurs de la sphère familiale sont l'unicité, la bonne entente et l'égalité des membres de la famille. L'entreprise, quant à elle, est tournée vers les gains et la productivité. Enfin, l'actionnariat est intéressé par la rentabilité et la valeur des actions.

Schéma 1 : Trois critères d'identification des PME familiales :



Comme nous venons de le voir, la PME familiale est une entreprise comme les autres si ce n'est l'importance du rôle joué par la famille dans sa structuration et dans sa gestion. Par conséquent, les PME familiales disposent des mêmes besoins que les autres entreprises. Parmi ces besoins, figurent le besoin de financement par endettement financier. Dès lors, dans la suite de ce présent article, nous présenterons très brièvement les théories générales de l'endettement ainsi que les principales études empiriques traitant plus particulièrement de l'endettement des PME familiales.

4. Entreprises et structures d'endettement

La finance d'entreprise moderne a sans conteste vu le jour à la suite des travaux de Modigliani et de Miller en 1958. La neutralité de la structure de financement est devenue, en effet, un théorème incontournable de la corporate finance. Ce principe veut que, dans un monde régi par des hypothèses très restrictives telles que la perfection des marchés, l'absence de fiscalité, l'absence de coûts de faillite, etc., la structure d'endettement des entreprises soit neutre c'est-

à-dire qu'elle n'influence d'aucune manière que ce soit la valeur marchande de ces entreprises. Cependant, les hypothèses, sur lesquelles Modigliani et Miller ont basé ce théorème de neutralité de la structure d'endettement, ont réduit le champ d'application de ce dernier au domaine de l'irréalisme. En 1963, Modigliani et Miller adaptent leur théorie en levant l'hypothèse d'absence de fiscalité. A cette fin, ils incorporent, dans leur réflexion théorique, une taxation sur les bénéfices des entreprises et concluent alors à la nécessité de pousser à l'extrême le niveau d'endettement des entreprises afin de profiter pleinement du principe de la déductibilité fiscale des charges des dettes et ainsi de maximiser la valeur marchande de ces entreprises. Cependant, ces conclusions quelques peu surprenantes s'écroulent lorsque la taxation des investisseurs est introduite dans le raisonnement de Modigliani et Miller [Miller, 1977]. L'effet de l'introduction d'une taxation à titre personnelle des investisseurs annihile l'effet positif de l'endettement des entreprises sur leur valeur marchande. En conséquence, le théorème de la neutralité de la structure de financement se voit renforcé par la présence simultanée de deux sources d'imperfections de marché : la taxation des bénéfices des entreprises et la taxation personnelle des investisseurs. La levée des hypothèses concernant l'absence de coûts de détresse financière encore appelés coûts de faillite et l'absence de coûts d'agence va favoriser l'émergence de théories concernant la détermination d'un ratio-cible d'endettement c'est-à-dire un ratio d'endettement vers lequel doivent tendre les ratios d'endettement des entreprises afin de maximiser la valeur marchande de ces dernières. L'optimum étant atteint une fois que les avantages marginaux de la dette sont également compensés par les coûts marginaux de la dette. Ces théories sont communément reprises sous l'appellation de « Static Tradeoff Theory » [Myers, 1984]. Cependant, si de nombreuses études récentes [Opler et Titman, 1996 ; Fama et French, 1997 ; Carpentier et Suret, 1999 ; Gaud et Elion, 2002] démontrent empiriquement l'existence d'un ratio cible d'endettement ainsi que l'existence d'un processus d'ajustement autour de cette cible, il subsiste néanmoins de nombreuses objections quant à la validation empirique de ces théories de compromis optimal. L'objection la plus importante résulte sans nul doute de la difficulté d'estimer correctement la valeur actuelle des coûts de détresse financière pour les entreprises. En effet, ces derniers peuvent se distinguer selon qu'ils aient un impact direct ou indirect sur la valeur de l'entreprise. Ainsi, Teulié et Topsacalian [1994] définissent les coûts directs de détresse financière comme des coûts découlant directement de la liquidation de l'entreprise et les coûts indirects comme des coûts découlant d'une dégradation des conditions de gestion de l'entreprise. Les coûts directs de détresse financière comprennent alors les frais judiciaires, les frais administratifs ainsi que les honoraires des personnes disposant d'une certaine expérience dans le domaine des faillites et qui sont sollicitées par les entreprises dans le cadre de la gestion de leur faillite (c'est-à-dire les curateurs, avocats, comptables, commissaires priseurs, actuaires, etc.). Ces coûts directs de détresse financière concernent également le prix du temps passé par les dirigeants et le personnel des entreprises dans la gestion de la faillite. En ce sens, ces coûts directs de détresse financière sont les plus aisément estimables pour l'entreprise et ce, à l'inverse des coûts indirects. Effectivement, en ce qui concerne ces coûts indirects, les sources de dégradation des conditions de gestion peuvent être très nombreuses et leurs impacts très divers et difficilement évaluables au sein de l'entreprise.

Or, la prise en considération de la valeur actuelle des coûts de détresse financière dans l'élaboration d'une structure d'endettement optimale n'a de sens que si les coûts indirects de faillite sont également incorporés aux coûts de détresse financière [Titman, 1984]. En effet, d'après Altman [1984], les études empiriques concernant l'évaluation de la valeur actuelle des

coûts directs de faillite montrent que ceux-ci ont une importance relativement faible sur la valeur marchande des entreprises.

De plus, lorsque les charges des dettes voisinent avec d'autres charges non monétaires mais également déductibles fiscalement, l'attrait des entreprises pour l'endettement diminue ce qui, vient quelque peu contrarier les conclusions des théories du compromis optimal.

Un autre courant de pensée [Myers & Majluf, 1984] va donner naissance à la Pecking Order Theory. Cette théorie prône une hiérarchisation des modes de financement. Les conclusions de cette théorie de la hiérarchisation des modes de financement ne doivent être, néanmoins, considérées que lorsque l'on reconnaît l'existence d'asymétries informationnelles entre les dirigeants et les investisseurs ainsi qu'entre les dirigeants et leurs créanciers. Ainsi, en considérant l'existence d'asymétries informationnelles, Donaldson [1961] affirme que la priorité de financement des dirigeants va aux moyens de financement reconnus moins sensibles à la présence d'asymétries d'information. Par conséquent, la priorité est donnée à l'autofinancement puis à l'endettement et, finalement, aux augmentations de capital. Cependant, ces asymétries informationnelles sont surtout présentes au sein des PME [Dietsch, 2003]. En effet, les dirigeants de PME et, qui plus est les dirigeants-proprétaires de PME ont tendance à ne pas vouloir dévoiler ce qui se passe au sein même de leur entreprise. Cette propension au secret peut entraîner, pour ces PME, des problèmes d'accès au financement externe puisque les investisseurs et créanciers potentiels ignorent tout du risque qu'ils pourraient encourir en investissant ou prêtant des fonds à ces entreprises. Par conséquent, naît au sein de ces PME, une hiérarchisation des modes de financement correspondante à celle décrite par Donaldson [1961]. Ces conclusions sont renforcées par celles de Harris et Raviv [1991] selon lesquelles les entreprises dont le montant des actifs corporels est faible sont plus sensibles à l'asymétrie informationnelle.

Toutefois, il est à noter que la présence d'asymétries informationnelles au sein des PME n'est pas toujours de nature volontaire puisque les PME ont des obligations moins exigeantes en matière de transparence et de diffusion de leurs informations que les grandes entreprises.

Cependant, ni le cadre théorique et conceptuel de la Static Tradeoff Theory, ni celui de la Pecking Order Theory ne sont totalement satisfaisants pour expliquer de quelle manière les entreprises établissent leur choix de financement [Myers, 1993, p. 4]. Néanmoins, en matière de financement, plusieurs études ont montré que les PME évitaient le plus possible de recourir à des fonds externes préférant ainsi l'endettement bancaire à l'ouverture de capital une fois que leur capacité d'autofinancement est atteinte [Calof, 1985 ; Wtterwulghe, 1998 ; Michel et Rome in Donckels, 1990].

5. Etudes empiriques récentes

Malgré l'abondante littérature empirique existante sur les déterminants de l'endettement des entreprises, il n'existe toujours pas de véritable consensus quant au sens de l'impact que ces déterminants possèdent sur le niveau d'endettement [Godbillon et Weill, 2001, p.1].

Par exemple, Shuetrim et al. [1993] ainsi que Rajan et Zingales [1995] confirment que le critère « taille » influence positivement le niveau d'endettement des entreprises. Cette confirmation est également apportée par Gaud et Elion [2002]. L'argument le plus souvent avancé pour expliquer le sens positif de cette relation est la diminution du risque de faillite du fait de la plus grande diversité d'activités au sein des grandes entreprises. Cette diversité en réduisant la volatilité des cash flows réduit également la probabilité de faillite. Cependant,

d'autres auteurs tels que Bourdieu et Colin-Sédillot [1993] ou encore Johnson [1997] ont, quant à eux, montré empiriquement l'existence d'une relation négative entre le niveau d'endettement et la taille de l'entreprise.

La rentabilité de l'entreprise est également un déterminant de l'endettement souvent avancé dans la littérature scientifique. Ainsi, Harris et Raviv [1991], Biais et al. [1995], Rajan et Zingales [1995] ainsi que Kremp et Stoss [1999] mettent en évidence une relation négative entre le niveau d'endettement des entreprises et sa rentabilité. Le sens de cette relation est validée théoriquement par la Pecking Order Theory. En effet, cette théorie préconise la hiérarchie des modes de financement suivante : autofinancement - endettement – émission d'actions. Cependant, plus une entreprise est rentable, plus elle est capable de s'autofinancer et, par conséquent, moins elle fera appel à l'endettement. Cette conclusion s'oppose à celle de la Static Tradeoff Theory. D'après cette dernière, plus une entreprise est rentable, plus elle devrait s'endetter pour profiter pleinement de la déductibilité fiscale des charges des dettes. De plus, une meilleure rentabilité va de pair avec une probabilité de remboursement des dettes plus élevée ce qui, au yeux des créanciers, constitue une garantie supplémentaire. Par conséquent, une amélioration de la rentabilité d'une entreprise devrait conduire, selon cette Static Tradeoff Theory à une augmentation du niveau d'endettement au sein de l'entreprise.

D'autres facteurs jouent également un rôle important sur la détermination de la structure d'endettement des entreprises mais, une fois encore, le sens à conférer à cet impact n'est pas toujours évident à saisir. Ainsi, Bourdieu et Colin-Sédillot [1993] ainsi que Johnson [1997] constatent que l'âge de l'entreprise est corrélé négativement avec son niveau d'endettement. Cependant, d'après les constatations de Dietsch [2003], les petites et moyennes entreprises, perçues en tant qu'entités fortement soumises aux divers problèmes posés par l'asymétrie informationnelle, doivent pouvoir créer des relations durables et de confiance avec plus d'une banque afin de faciliter leur accès aux crédits bancaires. Par conséquent, l'âge de l'entreprise devrait être corrélée positivement avec son niveau d'endettement financier comme peut l'attester Edwards & Fisher (1994). Ces deux auteurs expliquent, effectivement, le sens positif de l'influence de l'âge sur le niveau d'endettement via l'intensification de la relation de confiance entre l'entreprise et ses créiteurs.

Le taux d'investissement est aussi un déterminant de l'endettement souvent retenu dans les études empiriques puisqu'en fin de compte, au sein d'une entreprise, les décisions d'investissement vont de pair avec les décisions de financement. Ainsi, les études de Carpentier et Suret [1999] et de Bourdieu et Colin-Sédillot [1993] montrent que le taux d'investissement est un déterminant qui influence positivement le degré d'endettement des entreprises. Cette constatation ne va pas à l'encontre des conclusions de la Pecking Order Theory et de la Static Tradeoff Theory. En effet, les entreprises ne disposent pas toujours d'une capacité d'autofinancement suffisante pour financer l'entièreté de leurs investissements. Par conséquent, selon les prescriptions de la Pecking Order Theory, elles auront plus facilement recours à l'endettement plutôt qu'à l'émission d'actions pour financer leurs investissements. De même, selon la Static Tradeoff Theory, l'entreprise doit nécessairement s'endetter afin de pouvoir bénéficier de la déductibilité fiscale des charges des dettes. La croissance des entreprises peut également permettre d'expliquer le niveau du ratio d'endettement au sein des entreprises. Toutefois, l'influence de ce déterminant est pour le moins ambigu. Ainsi, Carpentier et Suret [1999, p.8], selon les conclusions de la Pecking Order Theory, montrent que plus les firmes ont une forte croissance, plus l'endettement est

élevé. Cette influence positive de la croissance sur le niveau d'endettement des entreprises est également constatée, entre autre, par Kremp et al. [1999] ainsi que par Shuetrim et al. [1993]. Un autre déterminant de l'endettement plus rarement rencontré dans les études empiriques est le besoin en fonds de roulement autrement dit le besoin en financement de l'exploitation. Carpentier et Suret [1999, p.8] s'attendent à une influence positive du besoin en fonds de roulement sur le niveau d'endettement de l'entreprise puisque selon la théorie financière, ce besoin en fonds de roulement doit au moins être couvert par la différence comptable entre les ressources stables et les emplois stables du bilan. D'autres déterminants tels que la tangibilité des actifs, le niveau des garanties offertes aux créanciers, le niveau du risque opérationnel, etc.¹ peuvent également être pris en compte pour tenter d'expliquer le niveau d'endettement des entreprises. Mais rappelons qu'à l'heure actuelle, les théoriciens de la finance d'entreprise moderne sont dans l'incapacité la plus totale de fournir une explication cohérente permettant d'expliquer la structure de financement des entreprises [Brealey et al. ,1992, p. 1392-1393] ; explication cohérente qui, bien entendu, devra être validée, sur le terrain, par les praticiens de la finance moderne.

6. Etudes spécifiques à l'endettement des PME familiales

La pléthore littéraire traitant de la problématique de la structure d'endettement des entreprises ne comprend que très peu d'études empiriques spécifiques à la problématique du financement des PME familiales. Parmi ces études, celle d'Hirigoyen [1982] met en évidence une stratégie financière prudente de la part des dirigeants d'entreprises familiales. Ce comportement de prudence est confirmé dans l'étude de Ward [1988] ; cette dernière montre, en effet, que les entreprises familiales ont recours à des stratégies de défense de peur de perdre le contrôle familial de l'entreprise. Pour Kalika [1988, p.254], les différences structurelles en terme de différenciation, de formalisation, de planification, de contrôle et de centralisation qui existent entre les entreprises familiales et non familiales peuvent s'expliquer par le fait que la taille des PME familiales est généralement plus petite que celle des PME non familiales et qu'au sein des PME familiales, la direction est plus autodidacte que gestionnaire.

D'après Allouche et Amann [1995], les entreprises familiales optent pour des stratégies à long terme plutôt que par un besoin rapide de résultats et ont une aversion à l'endettement. Elles pratiquent aussi plus facilement le réinvestissement des dividendes. Cette aversion et cette crainte de l'endettement sont confirmées par l'étude de Gallo et Vilaseca [1996] qui constate la présence d'un faible ratio dette/fonds propres au sein même de ces entreprises familiales.

7. Hypothèses de travail

Dans cette recherche, nous mettrons en évidence les caractéristiques propres aux PME familiales qui pourraient significativement influencer leur degré d'endettement financier. Précédemment, nous avons montré qu'il existait une multitude de déterminants de l'endettement des entreprises et particulièrement des PME. Cependant, puisqu'il n'existe que très peu d'études sur le financement des PME familiales [Allouche et Amann, 1995, p.5], nous avons décidé, par notre présente contribution, de lever un coin de voile entourant cette problématique particulière. Ainsi, pour expliquer la structure d'endettement financier des

¹ Voir notamment Gaud et Jani [2002], Biais et al. [1995], De Jong et Van Dijk [1998].

PME familiales, nous avons pris en compte les déterminants habituels de l'endettement (voir supra) ainsi que des déterminants propres au caractère familial de ces entreprises. Pour chaque déterminant retenu dans cette présente étude nous avons émis une hypothèse quant au sens attendu de l'impact de ce déterminant sur le niveau d'endettement financier des PME familiales. Les hypothèses ainsi émises sont issues de la revue de la littérature précédente et de la définition même de la PME familiale.

Hypothèse 1 : le nombre de dirigeants influence positivement le degré d'endettement financier.

Le nombre de dirigeants non-actionnaires au sein d'une PME pourrait avoir un impact non négligeable sur la probabilité d'apparition de coûts d'agence et, en conséquence, nous pourrions nous attendre à voir une proportion de dettes financières plus importantes dans une entreprise où il y a plus d'un dirigeant non actionnaire. Les actionnaires d'une telle PME pourraient en effet vouloir de faire jouer à l'endettement financier le rôle de régulateur de comportements opportunistes qui pourraient naître dans le chef de ces dirigeants.

Hypothèse 2 : le caractère familial de la structure de l'actionnariat a une influence négative sur le degré d'endettement financier.

Hypothèse 3 : le caractère familial du conseil d'administration a une influence négative sur le degré d'endettement financier.

Il ressort de l'ensemble des études portant sur la structure d'endettement des PME familiales qu'elles adoptent une stratégie financière prudente de peur de perdre le contrôle familial de l'entreprise. Nous devons donc nous attendre à avoir une influence négative du caractère familial du conseil d'administration sur l'endettement financier.

Hypothèse 4 : la participation du dirigeant dans le capital de l'entreprise a une influence négative sur le degré d'endettement financier.

Nous pouvons adopter le même raisonnement que pour l'hypothèse précédente. En effet, dans une PME familiale, le dirigeant est très souvent actionnaire majoritaire de l'entreprise qu'il gère. Nous pouvons dès lors nous attendre à voir une proportion de dettes plus importantes dans une entreprise où le dirigeant n'est pas actionnaire majoritaire, notamment suite aux coûts d'agence.

Hypothèse 5 : la taille de l'entreprise influence son degré d'endettement financier.

Il n'est pas évident, en s'appuyant sur les constatations de la littérature existante, d'émettre une hypothèse quant au signe attendu de l'influence de la variable taille sur le niveau d'endettement financier des PME familiales. En effet, étant donné l'absence de consensus des théoriciens de la finance d'entreprise moderne concernant le signe de l'impact de cette variable taille sur le niveau d'endettement des entreprises, nous ne sommes pas en mesure d'émettre une quelconque hypothèse quant au signe attendu de cette influence. Néanmoins, nous intégrons tout de même la variable « taille » dans le modèle économétrique qui sera établi sur base des données recueillies au sein de notre échantillon.

Hypothèse 6 : l'âge du dirigeant influence négativement le degré d'endettement financier de l'entreprise.

Selon Tufano [1996], plus le dirigeant est âgé et proche de la retraite, plus son aversion pour le risque est grande. Cela pourrait également signifier que plus le dirigeant de l'entreprise est âgé, moins il voudra endetter l'entreprise qu'il dirige et ce, afin de ne pas augmenter le niveau de risque de cette entreprise.

Hypothèse 7 : l'âge de l'entreprise influence le niveau de l'endettement financier.

Les résultats des études de Bourdieu et Colin-Sedillot [1993] ainsi que de Johnson [1997] montrent une relation négative entre l'âge de l'entreprise et son degré d'endettement. Le signe négatif de cette relation peut être expliqué par le fait qu'une entreprise plus âgée a pu réussir à accumuler, au cours de son existence, un montant important de fonds propres via l'autofinancement et que, par conséquent, elle doit moins recourir à l'endettement.

Nous avons également retenu dix variables² concernant les données comptables et financières des PME (pour l'exercice 2001) : le résultat net, le fonds de roulement net, le besoin en fonds de roulement, le total de l'actif, le current ratio (la liquidité générale), le ROA (la rentabilité de l'actif total), le ROE (la rentabilité des fonds propres), le ratio cash flow sur fonds propres, le taux de renouvellement des investissements et le degré d'autofinancement. Ces déterminants, au vu de la littérature existante sur la problématique de l'endettement de l'entreprise, nous semblaient être les plus appropriés dans le cadre de notre étude.

8. Population visée

La population visée par notre recherche est constituée des PME belges non cotées (les PME belges cotées étant par ailleurs peu nombreuses). Dans cette étude, nous avons choisi de définir la PME selon le droit comptable belge. Ainsi, une PME est une entreprise qui ne dépasse pas plus d'un des critères suivants :

- Personnel occupé : 50
- Chiffre d'affaires annuel hors TVA : 6.250.000 €
- Total du bilan : 3.125.000 €

En outre, si une entreprise emploie en moyenne plus de 100 personnes, elle sera d'office considérée comme une grande entreprise.

Ensuite, nous avons retenu trois critères pour apprécier le caractère familial des PME. Ainsi, une PME sera familiale si elle satisfait à au moins deux des critères suivants :

- la famille doit détenir au moins 50 % des actions de l'entreprise ;
- la famille doit avoir une influence décisive sur la stratégie de l'entreprise et sur les décisions de transmission de l'entreprise ;
- la majorité des membres du conseil d'administration ou de la direction doivent être de la famille.

Enfin, nous avons exclu les PME occupant moins de deux travailleurs car ces très petites entreprises sont souvent des entreprises exercées en personne physique et leurs données financières ne sont souvent pas suffisamment développées que pour pouvoir mesurer leur niveau d'endettement.

² La liste des indicateurs comptables retenus se trouve en annexe.

9. Méthodologie

Avant d'expliciter la méthode statistique utilisée pour le traitement des données, il est préalablement nécessaire de détailler la démarche effectuée lors de la récolte de ces données particulières concernant, rappelons-le, la propriété et la gestion des PME. En effet, ces données ne sont pas, à l'instar des autres variables analysées dans cette étude, directement disponibles dans les comptes annuels de ces entreprises.

9.1 Descriptif de l'échantillon

Pour les besoins de cette présente étude, un échantillon aléatoire simple de 1949 PME a été réalisé. A ces dernières, l'administration par voie postale d'un questionnaire a permis de récolter 465 réponses dans le courant de l'année 2003. Cette enquête visait la récolte de données concernant les variables de gestion et de propriété de ces PME et ce, pour l'année 2002. Le taux de réponse obtenu est de l'ordre de 23,86%. Compte tenu de la nature des informations demandées, de la population visée et du mode d'administration choisi, ce résultat nous paraît satisfaisant. Nous avons toutefois vérifié, par mesure de précaution, la représentativité de l'échantillon obtenu via un test khi carré sur trois variables de contrôle : la situation géographique, l'appartenance sectorielle et l'effectif moyen. Cependant, après retraitement de la base de données, il s'est avéré que les données de 385 PME pouvaient être exploitées dans notre étude. Parmi ces PME, 312 s'avèrent être des PME familiales eut égard à la définition de la PME familiale retenue dans la présente étude. Un descriptif détaillé de cet échantillon se trouve en annexe.

9.2 Indicateurs d'endettement

Les données de l'enquête réalisée ainsi que les données tirées des comptes annuels de chacune de ces 385 entreprises ont été utilisées au titre de variables explicatives de l'endettement financier. Pour définir ce niveau d'endettement financier, nous nous sommes référé à des indicateurs d'endettement comptables. Etant donné que le marché belge ne comporte que très peu de PME cotées, il n'est pas possible d'utiliser les données boursières pour mettre en évidence les déterminants de l'endettement financier. Notre choix s'est donc porté sur les seules données disponibles publiquement, à savoir les données comptables. L'utilisation de données comptables fournit un caractère original à cette recherche, les études précédentes ayant presque toutes opté pour le traitement de données boursières. Plus précisément, les indicateurs retenus dans le cadre de cette étude sont le degré d'endettement financier global, le degré d'endettement financier à long terme et le degré d'endettement financier à court terme. Le degré d'endettement financier global est représenté par le rapport des dettes financières sur le total du passif.

9.3 Outil statistique utilisé

Une régression multiple a été mise en œuvre afin d'expliquer la structure d'endettement par le biais des variables préalablement déterminées. A cette fin, les variables concernant la structure

de propriété ont dû être décomposées en variables binaires ; la variable de contrôle retenue étant la variable « détention du capital à 100% par la famille proche ». Dans cette étude, nous distinguerons effectivement deux niveaux dans la famille : la famille proche (le dirigeant, l'époux(se), les enfants) et la famille élargie (famille proche, frères, sœurs, parents, oncles, tantes, cousins, cousines, beau-fils, belles-filles). Avant de tester le modèle, nous avons effectué un test de multicollinéarité. Celui-ci nous a montré que deux variables sont redondantes : la variable Résultat net et la variable Total actif. Celles-ci ont donc été enlevées du modèle.

10. Résultats

Après avoir analysé le type de relation qui unissait chacune des variables explicatives considérées dans cette étude avec les variables à expliquer, nous avons testé le modèle économétrique suivant sur, successivement, le degré d'endettement financier global en 2002, le degré d'endettement financier à long terme en 2002 et le degré d'endettement financier à court terme en 2002 :

$$\begin{aligned} \text{Endettement financier} = & C + \beta_1 * \text{AGE_MOYEN_DIRIGEANT} + \\ & \beta_2 * \text{AUTOFINANCEMENT_2001} + \beta_3 * \text{BFR_2001} + \beta_4 * \text{CF_FP_2001} + \beta_5 * \\ & \text{CONSEIL_ADM_FAM} + \beta_6 * \text{CURRENT_RATIO_2001} + \beta_7 * \\ & \text{DIRIGEANT_ACTIONNAIRE} + \beta_8 * \text{EFFECTIF} + \beta_9 * \text{FRN_2001} + \beta_{10} * \text{IMMOB_2001} + \\ & \beta_{11} * \text{NOMBRE_DE_DIRIGEANTS} + \beta_{12} * \text{ROA_2001} + \beta_{13} * \text{ROE_2001} + \\ & \beta_{14} * \text{STRUCTURE_1} + \beta_{15} * \text{STRUCTURE_2} + \beta_{16} * \text{STRUCTURE_3} + \beta_{17} * \text{STRUCTURE_4} + \\ & \beta_{18} * \text{STRUCTURE_5} + \beta_{19} * \text{AGE_PME} + \varepsilon \end{aligned}$$

Où :

C	=	terme indépendant ;
AGE_MOYEN_DIRIGEANT	=	âge moyen des dirigeants ;
AGE_PME	=	âge de la PME ;
AUTOFINANCEMENT_2001	=	degré d'autofinancement de 2001 ;
BFR_2001	=	besoin en fonds de roulement de 2001 ;
CF_FP_2001	=	ratio du cash flow sur les fonds propres en 2001 ;
CONSEIL_ADM_FAM	=	conseil d'administration composé majoritairement de membres de la famille ou non ;
CURRENT_RATIO_2001	=	ratio de liquidité au sens large en 2001 ;
DIRIGEANT_ACTIONNAIRE	=	dirigeant actionnaire ou non ;
EFFECTIF	=	nombre de travailleurs ;
FRN_2001	=	fonds de roulement net de 2001 ;
IMMOB_2001	=	taux de renouvellement des investissements ;
NOMBRE_DE_DIRIGEANTS	=	nombre de dirigeants par PME ;
ROA_2001	=	rentabilité des actifs de l'exercice 2001 ;
ROE_2001	=	rentabilité des fonds propres de l'exercice 2001 ;
STRUCTURE_1	=	capital détenu à 100 % par la famille élargie ;
STRUCTURE_2	=	capital détenu à 90 % par la famille élargie ;

élargie ;	STRUCTURE_3	=	capital détenu à 50 % par la famille
sociétés ;	STRUCTURE_4	=	capital détenu à 50 % par d'autres
	STRUCTURE_5	=	autres types de structure actionnariale ;

Une fois les tests vérifiant les éventuels problèmes d'hétéroscédasticité effectués ainsi qu'un test de cohérence des signes, le modèle économétrique général tel que présenté ci-dessus a été affiné. Nous avons obtenu les résultats suivants :

Tableau 1 : Degré d'endettement financier en 2002

Variables	ENDETT Financier Global	ENDETT Financier à long terme	ENDETT Financier à court terme
C	0,460310 (0,000)	0,282739 (0,000)	0,153914 (0,001)
AGE_MOYEN_DIRIGEANT	-0,002261 (0,047)	-0,002272 (0,015)	0,000317 (0,669)
AGE_PME	-0,000855 (0,032)	-0,000868 (0,007)	
CONSEIL_ADM_FAM			
DIRIGEANT_ACTIONNAIRE	-0,027988 (0,569)	0,035062 (0,439)	-0,061242 (0,028)
EFFECTIF			0,000931 (0,065)
NOMBRE_DE_DIRIGEANTS		0,005300 (0,590)	0,008461 (0,228)
AUTOFINANCEMENT_2001	-0,003382 (0,000)	-0,002211 (0,000)	-0,000721 (0,000)
BFR_2001	0,000104 (0,000)		0,000175 (0,000)
CF_FP_2001	0,000632 (0,019)	0,000442 (0,0533)	
CURRENT_RATIO_2001			
FRN_2001			-0,000182 (0,000)
IMMOB_2001			
ROA_2001			
ROE_2001	-0,000672 (0,1234)		
STRUCTURE_1	0,006461 (0,7729)	0,004647 (0,807)	-0,001789 (0,871)
STRUCTURE_2	0,006001 (0,8915)	-0,018339 (0,560)	0,012815 (0,688)
STRUCTURE_3	-0,008549 (0,8860)	-0,021854 (0,682)	-0,004229 (0,784)
STRUCTURE_4	-0,129269 (0,0010)	-0,094627 (0,000)	-0,064153 (0,001)
STRUCTURE_5	0,038527 (0,3087)	0,065899 (0,073)	-0,051161 (0,000)
R-squared	0,310446	0,232164	0,305561
Adjusted R-squared	0,285819	0,207101	0,280537
Durbin-Watson stat	1,964794	1,903162	2,111421
F-statistic	12,60595	9,263265	12,21033
Prob(F-statistic)	0,000000	0,000000	0,000000

D'une manière générale, les modèles économétriques ci-dessus présentent respectivement un R² ajusté de 28,58 %, 20,71 % et 28,05 % et une bonne signification globale (le seuil de signification accepté étant de l'ordre de 5%). Nous constatons cependant que certaines variables ne sont statistiquement significatives dans aucun des modèles : CONSEIL_ADM_FAM (conseil d'administration composé majoritairement de membres de la

famille ou non), CURRENT_RATIO_2001 (liquidité au sens large), IMMOB_2001 (taux de renouvellement des investissements), ROA_2001 (rentabilité des actifs). D'autres variables apparaissent également comme statistiquement non significatives mais leur retrait aurait entraîné une dégradation du R² ajusté : NOMBRE_DE_DIRIGEANTS, ROE_2001 (rentabilité des fonds propres), STRUCTURE_1 (capital détenu à 100 % par la famille élargie), STRUCTURE_2 (capital détenu à 90 % par la famille élargie), STRUCTURE_3 (capital détenu à 50 % par la famille élargie).

Nous ne pouvons pas vérifier les hypothèses 1 et 3 étant donné le manque de significativité des variables NOMBRE_DE_DIRIGEANTS et CONSEIL_ADM_FAM.

Par contre, la variable STRUCTURE_4 (capital détenu à 50 % par d'autres sociétés) est statistiquement significative dans les trois modèles économétriques et influence négativement le niveau d'endettement financier. Cette influence négative peut s'expliquer par le fait que ces PME ne se focalisent pas uniquement sur l'endettement financier pour se financer, à l'inverse des PME familiales. En effet, d'après la Pecking Order Theory, l'endettement se trouve en deuxième position dans l'ordre des préférences de financement des dirigeants de PME familiales. Par conséquent, étant donné les besoins en financement toujours présents au sein de ces entreprises et étant donné leur capacité d'autofinancement souvent limitée, les dirigeants de PME familiales se tournent plus facilement vers les crédits bancaires afin de maintenir le contrôle familial de l'entreprise. Ce constat est le même à court terme en ce qui concerne la variable STRUCTURE_5 (autres types de structures actionnariales) mais ne peut ni être reproduit à un niveau global ni à long terme.

Au vu des résultats obtenus, nous ne pouvons donc pas valider notre hypothèse 2.

La variable DIRIGEANT_ACTIONNAIRE est statistiquement significative dans le modèle « endettement financier à court terme » et possède une influence négative. Ce résultat valide l'hypothèse 4. Ainsi, le fait que le dirigeant a une participation importante dans le capital de la PME diminue le niveau d'endettement financier à court terme de cette entreprise. Cela confirme donc l'aversion pour l'endettement à court terme des dirigeants d'entreprises familiales avancée par Allouche et Amann [1995] ainsi que par Gallo et Vilaseca [1996].

Les résultats obtenus concernant la variable AGE_MOYEN_DIRIGEANT tentent à valider l'hypothèse 6, à savoir, qu'au plus l'âge moyen de l'équipe dirigeante est élevé, au plus l'endettement financier diminue. Toutefois, cette influence négative ne peut être constatée que dans les modèles « endettement financier global » et « endettement financier à long terme ». Effectivement, dans le modèle explicatif de l'endettement financier à court terme, cette variable AGE_MOYEN_DIRIGEANT apparaît comme non statistiquement significative.

Les résultats semblent donc confirmer que des dirigeants plus âgés ont une plus grande aversion pour le risque que des dirigeants plus jeunes [Tufano, 1996].

La dernière variable de propriété et de gestion qui possède une influence statistiquement significative sur le niveau d'endettement financier est la variable AGE_PME. Comme nous le constatons sur base des modèles « endettement financier global » et « endettement financier à long terme », cette variable dispose d'une influence négative sur le niveau d'endettement financier global et à long terme de la PME. Le résultat obtenu dans cette présente étude rejoint ceux précédemment obtenus par Bourdieu et Colin-Sedillot [1993] et par Johnson [1997].

Quant aux autres variables introduites dans ces trois modèles c'est-à-dire les indicateurs comptables, nous constatons que les plus significatives sont sans conteste : AUTOFINANCEMENT_2001, BFR_2001, CF_FP_2001. Comme attendu, la variable AUTOFINANCEMENT_2001 influence négativement le niveau d'endettement financier de la PME que celui-ci soit global, à long terme ou à court terme. Les conclusions de la Pecking Order Theory sont claires à ce sujet : la préférence de financement des dirigeants d'entreprises dans lesquels il y a de fortes asymétries informationnelles va à l'autofinancement. Par conséquent, en toute logique, plus le niveau d'autofinancement est élevé au sein d'une PME, moins cette dernière a recours à l'endettement financier pour se financer. La variable BFR_2001 (besoin en fonds de roulement) dispose quant à elle d'une influence positive sur le niveau d'endettement financier global et à court terme de la PME. Ce résultat confirme ceux attendus de Carpentier et Suret [1999, p.8]. Puisque le besoin en fonds de roulement représente le besoin de financement de l'exploitation de la PME, il est normal que celui-ci dispose d'un impact positif sur l'endettement financier à court terme ; l'exploitation d'une entreprise étant une notion de court terme. La variable CF_FP_2001 possède une influence positive sur le niveau d'endettement financier global de la PME. Cette influence positive peut s'expliquer également grâce aux conclusions de la Pecking Order Theory dans le sens où l'existence d'une hiérarchisation des préférences de financement allant de l'autofinancement à l'émission d'actions en passant par l'endettement va pousser les dirigeants à contracter des emprunts bancaires ou obligataires une fois leur capacité d'autofinancement épuisée. Un rapport cash flow sur fonds propres important va favoriser l'octroi de ces prêts par les créanciers de la PME puisque ce rapport élevé garantit que la PME sera capable de faire face à ses charges d'intérêts.

11. Conclusion

Les variables de propriété et de gestion figurant dans cette analyse économétrique ont été introduites, aux côtés de variables issues de la comptabilité et de l'analyse financière, afin d'obtenir des informations quant au sens de l'influence du caractère familial d'une PME sur son endettement financier. Or, les résultats obtenus dans cette analyse économétrique ne permettent pas de véritablement nous prononcer quant au sens de cet impact. En effet, certaines variables de propriété et de gestion caractérisant les PME familiales introduites dans les modèles économétriques de base se sont avérées non statistiquement significatives (il s'agissait des variables CONSEIL_ADM_FAM, STRUCTURE_1, STRUCTURE_2, STRUCTURE_3, STRUCTURE_5). Or si l'étude menée est dans l'incapacité de tirer des conclusions globales quant au sens attendu de l'impact du caractère familial d'une PME sur le niveau d'endettement financier global, à long terme ou encore à court terme, elle peut toutefois nous apporter des bribes de réponses concernant le sens de cet impact.

Le résultat le plus remarquable à ce sujet concerne la variable binaire appelée variable STRUCTURE_4. En effet, le signe négatif associé aux coefficients de cette variable dans les trois modèles économétriques établis atteste que lorsqu'une PME détenue à 100% par la famille proche change de structure actionnariale pour devenir une entreprise détenue à 50% par d'autres sociétés, son niveau d'endettement financier tend à diminuer. D'après ce résultat particulier, nous pouvons nous avancer à dire que le caractère familial de la PME mesuré en terme de pourcentage de participation d'une même famille dans le capital de cette PME influencerait positivement le niveau d'endettement financier. A court terme, cette constatation

est renforcée par le fait que le coefficient de la variable STRUCTURE_5 (autres types de structures actionnariales) est lui aussi négatif. Cependant, toujours dans une optique de court terme, nous avons remarqué également que si l'équipe dirigeante disposait de parts dans le capital de la PME, l'endettement financier tend à diminuer. Toutefois, cette caractéristique sortie de son contexte ne signifie en rien que la PME est familiale. En effet, le fait que le ou les dirigeants possède(nt) des parts sociales de la PME n'est ni une condition suffisante, ni une condition nécessaire pour valider le caractère familial d'une entreprise même si, dans la pratique, la PME familiale est dirigée par un membre de la famille détenant des parts sociales. En conclusion, la combinaison de variables comptables et financières avec des variables de propriété et de gestion tentant de cerner le caractère familial d'une PME ne nous a pas réellement permis de répondre à la question préalablement posée à savoir quel est le sens de l'impact du caractère familial d'une PME sur son niveau d'endettement financier, mais a tout de même permis d'entrevoir de nouvelles pistes de réflexion.

12. Bibliographie :

ALLOUCHE J. & AMANN B. (2000), « L'entreprise familiale : un état de l'art », *Revue Finance – Contrôle – Stratégie*, Vol. 3 n°1, Mars 2000, pp. 33-69.

ALTMAN E. (1984), « A further empirical investigation of the bankruptcy cost question », *Journal of Finance*, 39, pp. 1067-1089.

AMAN Bruno (2003), « Les spécificités des entreprises familiales », Colloque ADJA, UPPA, 28 mars, 24 pages.

ARONOFF C.E. & WARD J.L. (1990), « Family business sourcebook », Detroit, MI : Omnigraphics.

ASTRACHAN J. & KOLENKO T. (1994), « A neglected factor explaining family business success : Human resource practices, *Family Business Review*, Vol. 7, n°3, pp. 251-262.

BIAIS B., HILLION P. & MALECOT J.F. (1995), « La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises », *Economie et Prévision*, 120, pp. 15-27.

BOURDIEU J. & COLIN-SEDILLOT B. (1993), « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80 », *Economie et Statistique*, 268/267, pp. 87-100.

BREALEY R.A., MYERS S.C. & LAROCHE P. (1992), « Principes de gestion financière des sociétés », deuxième édition, McGraw-Hill : Québec.

BUCAILLE A. & COSTA De BEAUREGARD B. (1987), « PMI, enjeux régionaux et internationaux », *Economica*, p. 2.

CALOF J. (1985), « Analysis of small business owners financial preferences », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 3(3), pp. 39-44.

CARPENTIER Cécile (2000), « La recherche et la finance d'entreprise : des théories peu pratiques », *Gestion : La finance d'entreprise moderne*, automne, [en ligne], disponible sur http://www.fsa.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilité/Publications/2000-06-3.pdf, pp. 1- 22, consulté le 7 octobre 2004.

CARPENTIER C., SURET J.-M. (1999), « Stratégies de financement des entreprises françaises : Une analyse empirique », Série Scientifique (CIRANO), 99s-09, [en ligne], disponible sur World Wide Web : <http://www.Cirano.qc.ca>, pp. 1-33, consulté le 22 octobre 2004.

- CHARREAUX G. (1997), « Théorie financière », in Encyclopédie des Marchés Financiers, Economica, pp. 1897-1910, [en ligne], disponible sur World Wide Web : <http://perso.wanadoo.fr/gerard.charreaux/perso/gcaccueil.html#Chapitres>, pp. 1-15
- CHRISTENSEN R. (1953), « Management succession in small and growing enterprises », Harvard University, School of Business Administration, a thesis for the degree of doctor of commercial science, Massachussets.
- COLOT O. (2005), « Enquête sur la transmission des PME – Rapport », Qualicrea, Université de Mons-Hainaut, 70 pages
- CROMIE S., STEPHENSON B. & MONTEITH D. (1995), « The management of family firms : an empirical investigation », *International Small Business Journal*, Vol. 13, n°4, pp. 11-34.
- DAVIS J.A. & TAGIURI R. (1982), « Bivalent attributes of the family firm », Santa Barbara, CA : Owner managed business institute.
- De ANGELO H. & MASULIS R.(1980), « Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation », *Journal of Financial Economics*, vol 8, 3-29.
- De JONG A. & VAN DIJK R. (1998), “Determinants of Leverage And Agency Problems”, Working Paper, Tilburg University, Center for Economic Research, [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://dbiref.uvt.nl:4242>.
- DIETSCH M. (2003), « Financing Small Business in France ». *EIB-Papers*, 8 (2), 92-119.
- DONALDSON G. (1961), « Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity », Boston: Harvard Graduate School of Business Administration. Harvard University Press.
- DONCKELS R. (1989), « A remettre entreprises familiales : La problématique de la succession », Fondation Roi Baudouin, Roularta Books SA, Bruxelles, 152 pages.
- DONCKELS R. & FROHLICH E. (1991), « Are family businesses really different ? European experiences from STRATOS », *Family Business Review*, Vol. 4, n°2, pp. 149-160.
- DONCKELS R. & AERTS R. (1993), « Plein feux sur les PME, de la théorie à la pratique », Fondation Roi Baudouin, Roularta Books, Bruxelles, pp. 162-164.
- EDWARDS J. & FISCHER K. (1994), « Banks, finance and investment in Germany », *Cambridge University Press*.
- FAMA E. & FRENCH K.F. (1997), « Dividends, Debt, Investment, and Earnings », Graduate School of Business, University of Chicago and Yale University, School of Management.
- FLOREN R. H. (2002), « Cijfers en feiten van het familiebedrijf, 10 jaar onderzoek onder familiebedrijven », *BDO Accountants & Adviseurs*, 59 pages.
- GALLO M & VILASECA A. (1996), « Finance in family business », *Family Business Review*, Vol. 9, n°4, pp. 387-405.
- GAUD P. & ELION J. (2002), « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique », *Cahiers de recherche – HEC Genève*, 12, [en ligne], disponible sur World Wide Web : <http://www.hec.unige.ch>, consulté le 2 décembre 2004.
- GODBILLON- CAMUS B. & WEILL L. (2001), « Influences institutionnelles et politiques de fonds propres en Europe », Documents de travail et synthèses non techniques de la Fondation Banque de France pour la recherche

en Economie Monétaire, Financière et Bancaire, [en ligne], disponible sur [http:// www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr), pp. 1-26, consulté le 21 octobre 2004

HANDLER W.C. (1989), « Methodological issues and considerations in studying family businesses », *Family Business Review*, 2, pp. 257-276.

HARRIS & RAVIV A. (1991), « The Theory of Capital Structure », *The Journal of Finance*, 46 (1), pp. 297-355.

HIRIGOYEN G. (1982), « Le comportement financier des moyennes entreprises industrielles familiales », *Banques*, n°417, pp. 588-593.

JENSEN M.C. (1986), « Agency costs of the free cash flow, corporate finance and the market of takeovers », *The American Economic Review*, may, 76, pp. 323-329.

JENSEN M.C. & MECKLING W.F. (1976), « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, Octobre, pp. 305-360.

JOHNSON S. A. (1997), « An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure », *European Economic Review*, 44, pp. 281-304.

JULIEN P.A. (1984), « Qu'est-ce qu'une PME ? Six caractéristiques qui permettent enfin de les identifier », *Le Devoir*, Octobre, p. 2.

KALIKA M. (1988), « Structures d'entreprises : réalités, déterminants, performances », *Economica gestion*, p. 254.

KREMP E. & STOSS E. (1999), « L'endettement des entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches », *Economie et Statistique*, n° 341-342, pp. 153-171.

LA PORTA R., LOPEZ-De-SILANES F & SHLEIFER A. (1999), « Corporate ownership around the world », *The Journal of Finance*, n°2, pp. 471-517.

MILLER M.H., (1977), « Debt and taxes », *Journal of Finance*, vol. 32, may, pp. 261-276.

MODIGLIANI F. & MILLER M. (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *The American Economic Review*, 58 (3), june, pp. 261 – 297.

MODIGLIANI F. & MILLER M. (1963), « Corporate income taxes and the cost of capital : a correction », *The American Economic Review*, 53, pp. 433– 443.

MYERS S. C. (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, n°5, pp. 147-175.

MYERS S. C. (1993), « Still Searching for Optimal Structure », *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (1), pp. 4-14

MYERS S. C. (2001), « Capital Structure », *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 81-102.

MYERS S. C. & MAJLUF N. S. (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.

OPLER T. & TITMAN S. (1996), « The Debt Equity Choice », *Working Paper 3*, Ohio State University.

RAJAN R.& ZINGALES L. (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

SHUETRIM G., LOWE P. & MORLING S. (1993), “The determinants of corporate leverage: a panel data analysis”, *Research Discussion Paper*, n° 9313, Reserve Bank of Australia, [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://www.mba.gov.au>, pp.1-52, consulté le 22 octobre 2004.

PETERSON R. (1978), « Petites et Moyennes Entreprises pour une économie équilibrée », Montréal, le cercle du livre de France.

STERN M.H. (1986), « Inside the family-held business », New York : Harcourt, Brace, Jovanovich.

TEULIE J. & TOPSACALIAN P. (1994), « Finance », Gestion, Vuibert, Paris.

TITMAN S. (1984), « The effect of capital structure on the firm’s liquidation decision », *Journal of Financial Economics*, 13 (1), pp. 137-152.

TRAHAN E.A. & GITMAN L.J. (1995), “Bridging the Theory-Practice Gap in Corporate Finance: A survey of Chief Financial Officers”, *The Quartely Review of Economics and Finance*, vol 35 (1), pp. 73-87.

TUFANO P.(1996), « Who manage risk ? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry », *Journal of Finance*, n°3, pp. 1015-1027.

VAN CAILLIE Didier & DENIS Sabine (1996), Etat de la transmission des petites et moyennes entreprises en province de Liège, Résultats d'une enquête, Faculté d'Economie, de Gestion et de Sciences sociales, Centre de Recherche et de Documentation PME de l'Université de Liège, 8 avril, 99 pages.

WARD J. (1988), « The special role of strategic planning for family business », *Family Business Review*, 1 (2), 105-117.

WEBER H. (1988), « Cultures patronales et types d’entreprises : esquisse d’une typologie du patronat », *Sociologie du travail*, Tome XXX, n°4.

WTTTERWULGHE R. (1998), « La PME, une entreprise humaine », De Boeck Université, 173 pages.

12. Annexes

Tableau 2 : Définition des indicateurs comptables

Indicateur	Libellé	Code comptable
AUTOFINANCEMENT	Degré d'autofinancement (%)	$(13 + 140 - 141) / (10/49)$
BFR	Besoin en fonds de roulement	$(3 + 40/41 + 490/1 - 42/48 - 492/3 + 43)$
CURRENT_RATIO	Actif circulant restreint / Fonds de tiers à court terme	$(29/58 - 29) / (42/48 + 492/3)$
CF_FP	Cash Flow / Fonds propres	$(70/67 - 67/70 + 630 +<631/4>+<635/7>+ 6501 +<651>+ 6560 - 6561 + 660 + 661 +<662>+ 663 + 680 - 760 - 761 - 762 - 780 - 9125) / (<10/15>)$
ENDETT_FIN_TOT	Dettes financières Tot / Passif total	$(170/4 + 42 + 43) / (10/49)$
ENDETT_CT	Dettes financières CT / Passif total	$(42 + 43) / (10/49)$
ENDETT_LT	Dettes financières LT / Passif total	$(170/4) / (10/49)$
FRN	Fonds de roulement net	$(29/58 - 29 - 42/48 - 492/3)$

IMMOB	Acquis. immob. corp./ Immob. corp. d'ex. préc.	(8169+8229-8299) / (8159+8209-8269)
ROA	EBIT / Actif total	(70/67 - 67/70 -65-9126-67/77) / (20/58)
ROE	Résultat de l'exercice / Fonds propres	(70/67 - 67/70) / (10/15)

Tableau 3 : Répartition sectorielle³ des répondants

Secteur d'activité	Fréquences	Pourcentage
Agriculture, sylviculture, exploitation forestière, etc. (NACE BEL : 01, 02 et 05)	10	2,60%
Industries alimentaires et textiles (NACE BEL : 15 à 19)	10	2,60%
Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques (NACE BEL : 26)	5	1,30%
Industries du bois (NACE BEL : 20 et 36)	5	1,30%
Industries du papier, de l'imprimerie (NACE BEL : 21 et 22)	11	2,86%
Cokéfaction, industrie chimique , du caoutchouc et des plastiques (NACE BEL : 23 à 25)	5	1,30%
Métallurgie et travail des métaux (NACE BEL : 27, 28)	17	4,42%
Fabrication de machines et équipements, de machines de bureau, de matériel informatique, appareils électriques et de télécommunication, etc. (NACE BEL : 29 à 41)	6	1,56%
Construction (NACE BEL : 45)	85	22,08%
Commerce de réparation de véhicule, vente de carburant (NACE BEL : 50)	24	6,23%
Commerce de gros (NACE BEL : 51)	53	13,77%
Commerce de détail (NACE BEL : 52)	73	18,96%
Hôtels et restaurants (NACE BEL : 55)	19	4,94%
Intermédiation financière, assurance et auxiliaires financiers (NACE BEL : 65, 66, 67)	10	2,60%
Activités immobilières (NACE BEL : 70)	4	1,04%
Activités informatiques (NACE BEL : 72)	5	1,30%
Autres services fournis aux entreprises (NACE BEL : 73, 74)	20	5,19%
Santé et action sociale (NACE BEL : 85)	15	3,90%
Activités associatives diverses (NACE BEL : 90 à 92)	3	0,78%
Services aux personnes (NACE BEL : 93)	5	1,30%
TOTAL	385	100,00%

Tableau 4 : Effectif moyen des entreprises

³ Nous avons utilisé la nomenclature NACE BEL pour effectuer nos regroupements sectoriels.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
De 1 à 4 travailleurs	189	49,09%	49,09%	49,09%
De 5 à 9 travailleurs	101	26,23%	26,23%	75,32%
De 10 à 19 travailleurs	67	17,40%	17,40%	92,73%
De 20 à 49 travailleurs	25	6,49%	6,49%	99,22%
De 50 à 99 travailleurs	3	0,78%	0,78%	100,00%
Total	385	100,00%	100,00%	

Tableau 5 : Année de création des entreprises composant l'échantillon

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
avant 1900	8	2,08%	2,08%	2,08%
de 1901 à 1944	22	5,71%	5,71%	7,79%
de 1945 à 1969	59	15,32%	15,32%	23,12%
de 1970 à 1989	253	65,71%	65,71%	88,83%
après 1990	43	11,17%	11,17%	100,00%
Total	385	100,00%	100,00%	

Tableau 6 : Structure de l'actionariat

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
100 % par la famille proche	248	64,42%	64,42%	64,42%
100 % par la famille élargie	60	15,58%	15,58%	80,00%
90 % par la famille élargie	11	2,86%	2,86%	82,86%
50 % par la famille élargie	16	4,16%	4,16%	87,01%
50 % par d'autres sociétés	16	4,16%	4,16%	91,17%
autres types de structure	32	8,31%	8,31%	99,48%
50% famille - 50% autre famille	2	0,52%	0,52%	100,00%
Total	385	100,00%	100,00%	