Succession Intergénérationnelle et Structure du Capital des Entreprises Familiales dans la Région MENA

QUIDDI, Oumaima
Laboratoire de Recherche en Gestion des Organisations (LAREGO)
Université CADI-AYYAD-Marrakech
oumaima.quiddi@gmail.com

HABBA, Badr
Laboratoire de Recherche en Gestion des Organisations (LAREGO)
Université CADI-AYYAD-Marrakech
Chaire des Entreprises Familiales au Maroc, ESCA Ecole de Management
badr.habba@gmail.com

BERRADA EL AZIZI, Taib
Chaire des Entreprises Familiales au Maroc, ESCA Ecole de Management
elazizitaib@gmail.com

Résumé :

L'objectif du papier est d'examiner les différences et/ou les similitudes des déterminants de la structure du capital entre les entreprises familiales de première génération et leurs homologues de deuxième génération ou plus. Une analyse quantitative a été conduite en utilisant des données de panel (2011-2019) de deux sous-échantillons (103 entreprises familiales de première génération et 82 entreprises familiales de seconde génération ou plus). Des tests de régression ont été effectués sur le ratio d'endettement pour les deux catégories d'entreprises, en utilisant des variables dérivées de la littérature (Ratio d'endettement antérieur, ROA, ROE, niveau du risque, croissance, liquidité, cash flows, tangibilité, taille et âge de l'entreprise). Les résultats ont soutenu, dans l'ensemble, la théorie du financement hiérarchique et ont révélé des différences significatives dans le niveau d'endettement ainsi que dans ses déterminants entre les deux catégories d'entreprise.

Mots-clés : Entreprise familiale, dette, financement, génération, données de panel

Succession Intergénérationnelle et Structure du Capital des Entreprises Familiales dans la Région MENA

INTRODUCTION

La recherche sur les entreprises familiales est considérée aujourd'hui comme un domaine établi de la recherche en management (Samara, 2020). La légitimité de ce domaine de recherche a été renforcée par la prévalence de l'entreprise familiale dans le monde. Dans la région du Moyen Orient et du Nord d'Afrique (MENA), les entreprises familiales jouent le rôle d'une locomotive de croissance dans l'économie et représentent près que de 80 % du tissu productif (Moussa & Elgiziry, 2019 ; Abouzaid, 2014). La plupart des entreprises de la région sont détenues par des familles, qui sont passées de petites entreprises à des conglomérats couvrant plusieurs secteurs. Les résultats d'une étude systématique menée par Cardella et al. (2020) sur le rôle de la famille dans le développement économique et entrepreneurial, ont montré que les entreprises familiales contribuent au développement économique et aux changements sociaux et structurels. Dans les pays du MENA toujours, elles favorisent la croissance en créant près de 70 % des emplois et en générant environ 80 % du produit intérieur brut (PIB) de la région en dehors du secteur pétrolier (Abouzaid, 2014).

Depuis les années 1970, l'un des sujets les plus fréquemment analysés est celui de la succession (San Martín Reyna & Durán Encalada, 2016). L'intérêt pour ce processus n'est pas arbitraire. Il est considéré une phase inévitable et complexe pour les entreprises familiales (Duh, 2014) parce qu'il se produit dans le temps, inscrit la famille et l'entreprise dans une perspective à long terme (Yu et al., 2012), en conditionne la pérennité et la continuité (Le Breton-Miller et al., 2004), engage la sécurité et la stabilité des futures générations (Trevinyo-Rodríguez, 2010) et génère des changements au niveau de l'entreprise en termes de management stratégique et de prise de décision financière (San Martín Reyna & Durán Encalada, 2016).

L'objectif du papier est d'identifier en quoi la succession peut impacter la décision financière liée à la structure du capital des entreprises familiales de la région MENA. Ceci étant, il sera question d'identifier les facteurs déterminants du choix de la structure du capital dans les entreprises familiales, en suivant une logique comparative entre entreprises familiales de première génération et entreprises familiales de deuxième génération ou plus. En

conséquence, ce papier envisage deux contributions principales. Sur le plan théorique, cette étude fournit une contribution à la littérature croissante sur les entreprises familiales en apportant un éclairage sur une politique financière, largement considérée comme l'une des principales décisions en management et en finance d'entreprise (Poutziouris, 2001; Romano et al., 2001; King & Santor, 2008). Alors que la majorité des études s'intéressent à comparer la structure du capital des entreprises familiales à celle des entreprises non familiales, la présente étude met en lumière la thèse d'hétérogénéité des entreprises familiales et soulève leurs différences en termes de génération surtout en comparant l'entreprise familiale de première génération et celle de deuxième génération ou plus. Ce choix de comparaison est motivé par le fait que les principaux changements se passent au cours de la transition de la première génération à la deuxième. Plus tard, l'entreprise familiale acquiert une certaine expérience en matière de succession et ce processus devient de plus en plus professionnalisé (Centelles Alcázar, 2009).

Sur le plan empirique, ce papier contribue à la littérature portant sur des terrains d'investigation en voie de développement et surtout peu explorés. Partant du principe que le contexte culturel et géographique est crucial pour déterminer la pérennité d'une entreprise familiale et sa transmission d'une génération à l'autre (Stamm & Lubinski, 2011), il est judicieux de focaliser l'étude sur la structure du capital des entreprises familiales de différentes générations et provenant de la région MENA, une zone géographique où seulement moins d'un tiers des entreprises familiales vont au-delà de la première génération et environ 12% des entreprises familiales survivent à la troisième génération (PwC, 2019). Certes, Le taux de survie des entreprises familiales est bien faible, dans presque tous les pays. Cependant, les régions du monde diffèrent en termes de culture, de niveau de développement économique, de législation et de traditions. Ce qui fait que la succession des entreprises familiales dans le monde présente une différence significative entre les régions (Ting, 2009). A titre d'illustration, les entreprises familiales américaines et européennes traversent une longue période et les familles possèdent une grande expérience en matière de succession, ce qui n'est pas le cas dans des contextes en voie de développement (Ting, 2009).

Afin de répondre à notre objectif de recherche, la suite du papier est structurée comme suit : la première section passe en revue la littérature sur la succession et son incidence sur la structure du capital des entreprises familiales et formule des hypothèses. La deuxième section justifie les choix méthodologiques entrepris. La troisième section expose les résultats tandis que la

quatrième section les discute et enfin, la dernière section conclut le papier, énumère ses limites et propose de futurs horizons de recherche.

1. LA SUCCESSION DE L'ENTREPRISE FAMILIALE ET LES CHANGEMENTS EN MATIERE DE STRUCTURE DE CAPITAL A TRAVERS LES GENERATIONS

L'hétérogénéité des entreprises familiales a soulevé de nombreuses questions sur les critères d'une définition claire et consensuelle de cette catégorie d'entreprises. Les chercheurs s'accordent généralement à dire que c'est l'implication de la famille dans l'entreprise qui en fait une entreprise familiale avec l'intention des membres de la famille de conserver la propriété et le contrôle (Schulze et al., 2002). De leur côté, Chua et al (1999, p.25) définissent les entreprises familiales comme des « organisations gouvernées et/ou gérées de manière à façonner et à poursuivre la vision de l'entreprise détenue par une coalition dominante contrôlée par les membres d'une même famille ou par un petit nombre de familles d'une manière qui soit potentiellement durable pour toutes les générations de la famille ou des familles ». Dès lors, la succession intergénérationnelle de l'entreprise familiale est un critère de sa définition et un processus inévitable pour sa pérennité (1.1). Si ce processus est inévitable, il est particulièrement délicat en raison des changements auxquels il conduit notamment en matière de structure de capital à travers les générations (1.2). Ces changements font que les facteurs déterminants de la structure du capital chez l'entreprise familiale de la première génération différent de celle de l'entreprise familiale de deuxième génération ou plus (1.3).

1.1. LA SUCCESSION : UN PROCESSUS INEVITABLE CONDITIONNANT LA PERENNITE DE L'ENTREPRISE FAMILIALE

Les priorités des entreprises familiales incluent le désir pour le contrôle et l'influence de la famille, la préservation des liens sociaux qui unissent les membres, l'attachement émotionnel, et la succession (Berrone et al., 2012). A cet effet, la transmission de l'entreprise d'une génération à l'autre est parmi les traits distinctifs qui différencient une entreprise familiale d'une entreprise non familiale (Zellweger et al., 2012 ; Chua et al., 1999).

La succession est considérée être l'un des problèmes les plus critiques auxquels sont confrontées les entreprises familiales (Ibrahim et al., 2001). Elle est ainsi la préoccupation prioritaire des cadres supérieurs au sein des structures familiales (Chua et al., 2003). Ceci peut être expliqué par le fait qu'il s'agit d'un processus politique, associé à une passation de pouvoir et suivi de changements majeurs dans l'organisation et la stratégie. L'objectif

principal de la succession est donc de parvenir à un renouvellement organisationnel et stratégique. (Haag, Helin & Melin, 2006).

Il a été constaté que la succession dans les entreprises familiales diffère de celle des entreprises non familiales à plusieurs égards. En particulier, l'interdépendance entre le cycle de vie des familles et le cycle de vie de l'entreprise familiale fait que la pression s'amplifie lorsque la transition dans la famille coïncide avec la transition dans l'entreprise (Kepner, 1983). Ce qui rend la succession au sein de cette catégorie d'entreprises un vrai défi à vaincre puisqu'elle implique des perspectives liées à la famille, la gestion et la propriété (Long et Chriman, 2014).

En effet, le processus de succession implique plusieurs changements dans l'entreprise notamment le réalignement des relations familiales, la refonte des modèles traditionnels et de nouvelles structures de gestion et de propriété (Lansberg, 1988). Dans cette logique, la succession intergénérationnelle qui se transmet de père en fils/fille ou qui passe dans d'autres cas au consortium cousin, fait que les relations familiales se modifient tout au long de la chaîne dynastique en passant d'une concentration de gestion et de propriété entre les mains du fondateur au consortium fraternel et éventuellement au consortium cousins. En effet, La transition aux consortiums cousins est souvent plus complexe, implique beaucoup plus d'individus et de composants organisationnels et entraîne des changements plus flagrants au sein de l'entreprise (Gersick et al., 1999). Cette modification des relations familiales peut avoir une influence sur le management stratégique dans les entreprises familiales (Sharma et al., 1997).

En addition, la succession intergénérationnelle et la transmission de l'entreprise familiale d'une génération à une autre peut avoir une incidence sur l'entreprise non seulement du point de vue de la propriété et de la gestion, mais aussi de la prise de décision financière. Explicitement, les préférences de financement de l'entreprise familiale peuvent varier suite au changement de génération. Par ailleurs, l'intensité du recours aux sources de financement internes et externes évoluera en fonction de la dynamique des générations (Mazagatos et al., 2009).

1.2. LA STRUCTURE DU CAPITAL DE L'ENTREPRISE FAMILIALE : DIFFERENCES GENERATIONNELLES

La structure du capital concerne la combinaison de sources de financement de l'activité. C'est l'une des décisions clés affectant la valeur de l'entreprise (Nurlela et al., 2019). La compréhension des choix de financement est d'une grande importance pour les entreprises

familiales en raison de la « logique financière particulière » qui les caractérise (Michiels & Molly, 2017).

En se focalisant sur la structure du capital, la littérature souligne qu'elle est liée au cycle de vie de l'entreprise (Darmawan, 2020). Empiriquement, certaines études ont constaté un effet positif sur le niveau d'endettement à chaque fois que l'entreprise familiale passe d'une génération à l'autre. D'autres ont corroboré une association négative entre la succession et l'endettement (San Martín Reyna & Durán Encalada, 2016).

Conformément à la théorie du financement hiérarchique (Myers & Majluf, 1984), les entreprises familiales de première génération jouissent d'une certaine stabilité et dépendent en grande partie des flux internes pour financer leurs projets d'investissements. Par contre, Au fur et à mesure que la famille grandit et passe d'une génération à l'autre, la nouvelle génération instaure de nouvelles stratégies. Comme les nouvelles stratégies nécessitent des ressources financières accrues, les besoins de financement s'élèvent proportionnellement (Ward, 1997). Ceci se traduit par un recours plus important à des sources de financement externes, principalement la dette (Frelinghaus et al., 2005). Cette association peut être évidente, une résultante d'un effet de taille et une question de croissance et d'expansion de l'entreprise familiale. Cependant, des auteurs tels que Schulze et al. (2003) confirment l'effet générationnel sur la structure du capital et introduisent une illustration. Ils soutiennent que l'actionnariat peut devenir plus dispersée suite à chaque transition générationnelle, puisque dans une troisième génération, par exemple, l'entreprise peut être contrôlée par un consortium de cousins, où il y aura une dispersion de la propriété entre eux et d'éventuels actionnaires externes à la famille, ce qui conduira à une plus grande volonté de prendre des risques et, par conséquent, vers l'utilisation du financement par emprunt ((San Martín Reyna & Durán Encalada, 2016).

En addition et sous l'égide de la théorie des free cash flows (Shleifer & Vishny, 1986), les membres de la famille de deuxième génération et plus qui deviennent moins impliqués dans l'entreprise peuvent opter pour des niveaux d'endettement plus élevés puisque la dette peut servir de mécanisme de gouvernance pour réduire les coûts d'agence et le pouvoir discrétionnaire des gestionnaires (Gallo & Vilaseca, 1996).

H1 : Toutes choses égales par ailleurs, les entreprises familiales de première génération s'endettent moins que les entreprises familiales de deuxième génération et plus.

1.3. DETERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL CHEZ LES ENTREPRISES FAMILIALES DE DIFFERENTES GENERATIONS

La structure du capital fait partie des choix stratégiques qui ont gagné l'intérêt de la communauté scientifique tout au long des dernières décennies. Paradoxalement, la littérature sur les déterminants de cette décision financière chez l'entreprise familiale revêt un caractère peu concluant et la question de savoir comment les entreprises familiales financent leur activité reste, à ce jour, inexpliquée (Quiddi & Habba, 2021).

L'hétérogénéité des entreprises familiales interpelle l'étude des déterminants de la structure du capital en scindant cette catégorie d'entreprises selon des caractéristiques distinctifs notamment en matière de générations. En effet, la littérature a corroboré l'existence de différences entre l'entreprise familiale de première génération et celle des générations suivantes et ceci peut être dû aux différences en termes de comportements de gestion (Gersick et al., 1997, Gorriz & Fumas, 2011). Les différences peuvent se manifester sur le processus de décisions financières notamment en matière de définition des taux de réinvestissement des bénéfices ou du taux de distribution de dividendes. Ce qui peut finir par impacter la structure du capital (San Martín Reyna & Durán Encalada, 2016).

H2 : Les déterminants de l'endettement des entreprises familiales de première génération diffèrent des déterminants de l'endettement chez les entreprises familiales de seconde génération ou plus.

2. MÉTHODOLOGIE

Cette section justifie les choix méthodologiques entrepris tout au long de l'étude empirique, que ce soit pour l'échantillonnage et la collecte des données (2.1), la définition des variables et la spécification du modèle (2.2) ou pour l'analyse des données (2.3).

2.1. ECHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES

Notre étude envisage d'étudier les différences entre l'entreprise familiale de première génération et l'entreprise familiale de seconde génération ou plus en matière de structure de capital et ce dans la région MENA. Les données mobilisées pour cette étude sont des données secondaires financières de panels extraits des états financiers et des rapports annuels pour la période (2011-2019). En présence de quelques données manquantes, le nombre d'observations diffère légèrement entre les entreprises. Cependant, ces données manquantes ne causent aucun souci pour la suite de notre analyse du fait qu'elles ne sont pas dues à une sélection endogène.

Par définition, notre échantillon inclut les entreprises opérant dans la région MENA, en activité durant toute la période de l'étude et exclut les entreprises financières en raison de leur

réglementation spécifique. En addition, l'échantillon est composé à la fois des entreprises qui s'endettent et celles qui ne s'endettent pas. L'exclusion de ces dernières peut entraîner un biais de sélection.

Afin de distinguer les entreprises familiales, nous considérons qu'une entreprise est familiale si les membres d'une ou plusieurs familles détiennent plus de 50% des actions et participent activement à la gestion. Ces critères ont été définis par (Poulain-Rehm, 2006) et ont été largement adoptés dans les études empiriques. En addition, une entreprise familiale de première génération est celle qui ne dépasse pas 25 ans depuis sa création (Gottardo & Moisello, 2015). Ce critère permet de distinguer les entreprises familiales de la première génération et les entreprises familiales de deuxième génération ou plus mais sans permettre une indication séparée sur les entreprises familiales de troisième génération, de quatrième génération, etc. En outre, des données de gouvernance ont été mobilisées afin de recouper l'information et vérifier la génération de l'entreprise familiale en se référant au nom du fondateur, le dirigeant et le lien familial entre le dirigeant et le fondateur.

En appliquant les critères d'inclusion et d'exclusion, la taille de l'échantillon s'élève à 185 entreprises ventilées entre 103 entreprises familiales de première génération et 82 entreprises familiales de seconde génération ou plus.

2.2. DEFINITION DES VARIABLES ET MODELISATION

La sélection des variables (dépendantes, indépendantes) est principalement guidée par les résultats des études empiriques précédentes sur les déterminants de la structure du capital dans les entreprises familiales, mais aussi par la disponibilité et la pertinence des données. En addition, deux variables de contrôle ont été testées ; la taille et l'âge de l'entreprise. Le tableau 1 donne un aperçu des variables sélectionnées pour cette étude.

Tableau 1. Définition des variables de l'étude

	Variable	Code	Formule de calcul	Justification
Variables dépendantes	**Ratio d'endettement**	RE	Dettes totales / Actif total	Rajan & Zingales (1995)
	Levier financier	LEV	Dettes totales / Capitaux propres	Cortez & Susanto (2012) ; Gottardo & Moisello (2015)
Variables indépendantes	**Ratio d'endettement antérieur**	REA	Ratio d'endettement de l'exercice comptable précédent	López-Gracia, & Sánchez-andújar (2007)

	Rentabilité économique	ROA	Résultat d'exploitation net / Actif total	Rajan & Zingales (1995); Allouche et al. (2007)
	Rentabilité financière	ROE	Résultat net / capitaux propres	Stickney et al., (2007)
	Niveau du risque	RISQ	σ EBIT / Chiffre d'affaires	Oktavina et al. (2018)
	Opportunités de croissance	CRO	Q de Tobin = Valeur boursière/ valeur comptable	Amah, Ken-Nwachukwu, 2016
	Ratio de liquidité	LIQ	Actif circulant / passif circulant	Deesomsak et al. (2004) ; Manos et al. (2007)
	Cash flows	CASH	Montant des cash flows liés à l'exploitation	Charitou, & Vafeas (1998)
	Ratio de solvabilité	SOL	(Résultat net + Dépréciation) / Total Passif	Berrada et al. (2020)
	Ratio de tangibilité	TAN	Actif immobilisé tangible / Actif total	Jong et al (2008) ; Antoniou et al. (2008)
Variables de contrôle	**Taille de l'entreprise**	TAIL	Logarithme népérien de l'actif total	Ramalho, et al. (2018)
	Age de l'entreprise	AGE	Logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création	Schmid (2013).

Toutes choses considérées, le modèle à tester est comme suit :

$$RE_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE_{it-1} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 RISQ_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_9 SOL_{it} + \beta_{10} TAN_{it} + \beta_{11} TAIL_{it} + \beta_{12} AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec :

β_1 à β_{12} = coefficients des variables indépendantes ;

ε_{it} = terme d'erreur.

2.3. DEFINITION DES VARIABLES ET MODELISATION

Le traitement des données comprend trois étapes fondamentales. Une première phase descriptive pour comparer les moyennes de deux mesures d'endettement (le ratio d'endettement et le levier financier) chez les deux catégories d'entreprises (entreprises familiales de première génération et entreprises familiales de deuxième génération ou plus). Dans un deuxième temps, des tests de comparaison entre groupes sont conduits afin de tester la signification statistique des différences ou similarités entre les deux sous-échantillons. Enfin, des tests de régression sur des données de panels sont appliqués afin d'identifier les déterminants du ratio d'endettement des entreprises familiales de différentes générations.

3. RESULTATS

Dans cette section, les résultats de l'étude empirique générés par STATA sont résumés et commentés suivant les techniques économétriques et statistiques communément utilisées.

3.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Cette étude vise à tester les déterminants de la structure du capital des entreprises familiales opérant dans la région MENA tout en comparant entre les entreprises familiales de première génération et les entreprises familiales de deuxième génération ou plus. Le tableau 2 présente les statistiques récapitulatives des deux mesures de l'endettement pour chaque sous-échantillon. Les statistiques contiennent la moyenne, l'écart-type, le minimum et le maximum.

Tableau 2. Statistiques descriptives (Ratio d'endettement (RE) et levier financier (LEV))

	Sous-échantillon	N	Obs	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
RE	**EF (1ère génération)**	103	936	0.3966784	0.2745594	0.00301	2.78538
	EF (2ème génération et plus)	82	765	0.4561493	0.2247364	0.01290	1.36158
LEV	**EF (1ère génération)**	103	936	0.8726036	3.884171	-91.2617	48.3539
	EF (2ème génération et plus)	82	765	1.429281	3.312724	-25.2420	47.723

En référence au tableau ci-dessous, nous pouvons visualiser des gaps entre les entreprises familiales de première génération et les entreprises familiales de deuxième génération ou plus

et ce, par rapport à l'ensemble des mesures étudiées sur la période (2011-2019). Les moyennes du ratio d'endettement montrent que les entreprises familiales de première génération s'endettent moins (0.39 contre 0.45). Il s'avère important de signaler que dans l'ensemble, les entreprises familiales de l'échantillon recourent en grande partie au financement par capitaux propres puisque les deux ratios d'endettement sont inférieurs à 1.

De même, le levier financier affiche des niveaux divergents pour les deux sous-échantillons. Il est à hauteur de 0.87 pour les entreprises familiales de première génération et de 1.42 chez les entreprises familiales de deuxième génération ou plus.

En résumé, les statistiques descriptives montrent des différences entre l'entreprise familiale de première génération et l'entreprise familiale de deuxième génération ou plus. Reste à tester la significativité de ces différences à travers des tests de comparaison de médianes.

3.2. COMPARAISON DE MEDIANES

La distribution de l'échantillon a influencé la sélection des tests statistiques utilisés pour tester la différence entre les médianes des deux mesures d'endettement chez les deux sous-échantillons. Comme largement utilisés dans les études sur les entreprises familiales (Westhead et al., 2001), cette étude a conduit des tests statistiques non paramétriques à deux variables pour identifier statistiquement des différences significatives entre les deux sous-échantillons. En dépit de la taille de notre échantillon permettant de procéder à des tests paramétriques de comparaison de moyennes, nous avons opté pour les tests non paramétriques en raison de l'absence d'hypothèses sur la loi de probabilité suivie par la population d'où les deux sous-échantillons sont prélevés. En addition, le choix de la médiane comme indicateur de comparaison au lieu de la moyenne est dû au fait qu'en général, la mesure de la tendance centrale dans le test non paramétrique est la médiane (Qualls, Pallin et Schuur, 2010).

Les résultats du test de Mann Whitney U sont résumés dans le tableau 3 ci-dessous.

Tableau 3. Résultats des tests de comparaison de médianes (Mann Whitney U)

Test de Mann Whitney U				
H0: « Les médianes des deux distributions sont globalement égales »				
	Médianes		**P-value**	**Décision**
Variable	**Entreprises familiales (Première génération)**	**Entreprises familiales (Deuxième génération et plus)**		
Ratio d'endettement	0.389	0.4549	0.0000	Rejeter H0
Levier financier	0.6157	0.8178	0.0000	Rejeter H0

Les résultats du test de comparaison montrent que pour les deux mesures testées, le p-value est inférieur à 5%. Ce qui permet de rejeter l'hypothèse nulle et de prédire des différences de distributions chez les deux groupes (entreprises familiales et entreprises non familiales) sur la période (2011-2019).

Dans la région MENA, la structure du capital des entreprises familiales de première génération ne peut être similaire à celle des entreprises familiales de seconde génération ou plus. Des différences statistiquement significatives existent entre les deux sous-échantillons que ce soit pour le ratio d'endettement ou pour la mesure du levier financier.

3.3. ANALYSE MULTI VARIEE : REGRESSION SUR DES DONNEES DE PANELS

L'analyse descriptive et la comparaison des médianes en termes d'endettement chez les entreprises familiales de première génération et celles de deuxième génération ou plus ont été nécessaire pour orienter une analyse beaucoup plus approfondie portant sur la décision d'endettement comme une stratégie financière au sein de l'entreprise. A cet égard, nous tenons à vérifier si cette politique est expliquée de la même manière, par les mêmes facteurs chez les entreprises familiales de première génération et les entreprises familiales de deuxième génération ou plus tout en introduisant la dynamique temporelle et individuelle des variables (données de panel).

Afin de s'assurer que les prémisses de régression ne sont pas violées, la matrice de corrélation et le facteur d'inflation de la variance (FIV) ont été vérifiés avant de procéder à l'analyse. Cependant, des problèmes de multicollinéarité ont été décelés pour la variable de solvabilité (SOL) pour les deux sous-échantillons. Par conséquent, cette variable a été retirée du modèle de régression et omise pour la suite de l'analyse. Les résultats de régression sont résumés dans le tableau 4.

Tableau 4. Résultats des tests de régression (* significatif à 1%, les statistiques t sont entre parenthèses)**

	Ratio d'endettement	
	EF (1ère génération)	**EF (2ème génération et plus)**
REA	0.188***	0.215***
	(9.54)	(10.32)
ROA	-0.00372***	-0.00107
	(-6.28)	(-2.37)

ROE	-0.000282	-0.000809***
	(-2.29)	(-11.99)
RISQ	-0.00949***	-0.00460
	(-6.68)	(-1.65)
CRO	0.000990	-0.00260
	(0.75)	(-0.47)
LIQ	-0.00275***	-0.00897***
	(-3.84)	(-5.33)
CASH	-5.78e-08	-1.55e-08
	(-1.78)	(-0.33)
TAN	0.00170***	-0.00109
	(5.47)	(-3.08)
TAIL	0.295***	0.240***
	(11.06)	(8.42)
AGE	0.0250	0.0117
	(0.84)	(0.12)
_cons	-1.312***	-0.911***
	(-9.21)	(-4.36)
Observations	829	727
R^2(Within)	0.4120	0.4283
Test de Fisher	0.0000	0.0000
Test d'Hausman	0.0000	0.0000

Les statistiques F montrent que le modèle est très significatif pour les deux sous-échantillons (valeur p = 0,0000). Toutefois, une analyse plus approfondie est nécessaire pour tester les effets individuels des observations afin d'obtenir une meilleure spécification. A cette fin, le test d'Hausman (Hausman 1978) permet de choisir entre le modèle à effets fixes et le modèle à effets aléatoires. Pour les deux sous-échantillons, le modèle à effets fixes est plus approprié. L'estimation du modèle pour le cas des entreprises familiales de première génération affiche un taux de détermination R^2 à hauteur de 41,2%, tandis que l'estimation du modèle pour le cas

des entreprises familiales de seconde génération et plus permet un taux de détermination R^2 de 42.83%.

En décrivant les résultats de régression, trois similarités peuvent être identifiées entre les deux groupes. D'abord le ratio d'endettement antérieur (RE (N-1)) qui impacte significativement et positivement le ratio d'endettement des entreprises familiales de première génération et celui des entreprises familiales de seconde génération ou plus pour des coefficients de 0.188 et 0.215 respectivement. Ensuite le ratio de liquidité (LIQ) impacte significativement et négativement le ratio d'endettement des entreprises familiales de première génération (-0.00275) et aussi des entreprises familiales de seconde génération ou plus (-0.00897). De même, la taille (TAIL) a un effet significativement positif sur le ratio d'endettement des deux catégories (0.295 et 0.240 respectivement).

Quant aux différences entre les deux groupes, la rentabilité économique (ROA), le niveau de risque (RISQ) et la tangibilité (TAN) sont des facteurs déterminants que dans le cas des entreprises familiales de première génération, tandis que la rentabilité financière (ROE) reste un facteur déterminant que dans le cas des entreprises familiales de seconde génération et plus.

4. DISCUSSION

La succession constitue sans doute l'un des processus les plus cruciaux qui jalonnent la vie et la survie de l'entreprise familiale. Les résultats de notre étude corroborent l'hypothèse **H1** affirmant que toujours dans le cadre de la région MENA, l'entreprise familiale de première génération s'endette moins que l'entreprise familiale de seconde génération ou plus. Ce constat est concordant avec la théorie de financement hiérarchique (Myers & Majluf, 1984). Les entreprises familiales préfèrent au cours des premières générations, les bénéfices non distribués, dont l'épuisement implique le recours à la dette en deuxième rang et à l'augmentation du capital en dernier rang.

De même, le désir du fondateur de transmettre une entreprise saine aux futures générations, sauvegardant ainsi le nom de la famille et sa réputation fait qu'il préfère une stagnation au lieu d'encourir des risques de détresse financière pouvant être causés par l'endettement (Miller & Le Breton-Miller, 2005). En revanche, le changement de génération associé à la diminution du financement interne obligera l'entreprise familiale à recourir au financement externe. Soucieuse du maintien du contrôle de la famille, l'entreprise familiale préfère ne pas recourir à l'ouverture du capital puisqu'elle engagera des actionnaires externes (Habbershon et

Williams, 1999). En conséquence, la famille va devoir prendre en charge le risque associé à l'utilisation de la dette pour répondre à ses besoins d'investissement (Matthews et al., 1994).

L'hypothèse **H2** est partiellement soutenue mais généralement, il est à souligner que les déterminants du ratio d'endettement chez l'entreprise familiale de première génération et celle de deuxième génération ou plus sont largement différents. Dans un premier lieu, les résultats liés au ratio d'endettement de l'année antérieure montrent une association positive pour les deux types d'entreprises. Cela revient à dire que le ratio d'endettement de l'année précédente est pris en considération dans la décision d'endettement de l'année qui suit. Ce résultat renvoie à la théorie du compromis (Kraus & Lintzenberger 1973) et montre que les entreprises familiales, quel que soit la génération, ajustent leur niveau d'endettement par rapport à un ratio cible. Également, les économies d'impôt permises par une augmentation de la dette ne compenseraient pas l'augmentation de la probabilité du risque de détresse financière.

Pour ce qui est de la rentabilité, les résultats montrent que plus la rentabilité de l'entreprise familiale (quel que soit la génération) est élevée, plus les besoins de financement par dette sont faibles. Ce résultat est en concordance encore une fois avec la théorie du financement hiérarchique et avec un bon nombre de travaux portant sur l'endettement des entreprises familiales (Berrada et al., 2021 ; Berrada et al., 2020 ; Agustini & Budiyanto, 2015 ; Booth et al., 2001 ; Rajan & Zingales, 1995). Si la rentabilité augmente, l'entreprise est considérée capable de générer des profits. Les entreprises familiales préfèrent souvent ne pas distribuer les bénéfices pour subvenir aux besoins de financement et ne pas recourir à l'endettement (Oktavina et al., 2018).

Néanmoins, la différence qui existe entre les deux sous-échantillons par rapport au ratio de rentabilité réside dans le fait que l'endettement de l'entreprise familiale de première génération est déterminé par la rentabilité économique (ROA) alors que l'endettement de l'entreprise familiale de seconde génération ou plus est expliqué par la rentabilité financière (ROE). Il en découle que l'entreprise familiale de première génération s'appuie plus sur la rentabilité d'exploitation et sur le total des actifs (capitaux propres et dettes) pour décider du niveau de son endettement. Alors que dans le cas des entreprises familiales de deuxième génération ou plus, c'est la rentabilité financière (liée uniquement aux capitaux propres) qui détermine la décision d'endettement.

L'association négative du niveau de risque comme déterminant de la structure du capital montre que les entreprises de première génération ont une aversion pour le risque et se

soucient du risque de faillite ou de détresse financière que peut engendrer l'endettement. Une volatilité des flux implique un niveau de risque accru, une probabilité élevée de faillite et par conséquent un moindre recours à la dette, ce qui explique l'effet négatif sur le ratio d'endettement (Cuong, 2012).

Par rapport à la croissance, elle n'a pas d'effet sur le ratio d'endettement chez les deux sous-échantillons. Ce résultat coïncide avec celui de Harjito (2011) et de Sansoethan & Suryono (2016). Concernant le ratio de liquidité, il est négativement lié au ratio d'endettement uniquement dans le cas de l'entreprise familiale de première génération confirmant le respect d'un ordre de financement hiérarchique. Ce résultat rejoint les travaux de Oztekin & Flannery (2012) qui soutiennent que les actifs liquides pouvaient être utilisés comme source de financement interne (extraction de liquidité) au lieu de s'endetter, ce qui entraîne une réduction du ratio d'endettement. Dans le même courant d'idées, Saarani & Shahadan (2013) ont soutenu que la liquidité a une relation négative avec le ratio d'endettement. Ils ont conclu que la liquidité reflète la capacité des entreprises à faire face au passif circulant. Les entreprises les plus liquides sont en mesure de générer des rentrées de fonds plus importantes pour leurs activités, utilisant ainsi une dette moins élevée.

La tangibilité des actifs, quant à elle, est un facteur déterminant du ratio d'endettement des entreprises familiales de première génération. Le coefficient lié à cette variable est d'une valeur positive suggérant que les actifs corporels tangibles peuvent servir de collatéraux et ainsi protéger les intérêts des créanciers en allégeant les coûts de sélection adverse. Une tangibilité accrue permet d'atténuer les coûts d'agence entre l'entreprise familiale de première génération et les établissements d'octroi de crédit (Degryse et al, 2010). Conséquemment, le recours à la dette devient plus accessible (Michaelas et al., 1999). A contrario, le ratio de tangibilité n'est pas déterminant de l'endettement des entreprises familiales de deuxième génération ou plus. Ceci peut être dû au fait que les futures générations de l'entreprise familiale profitent de la réputation de la famille accumulée sur le marché bancaire ou financier qui n'exige plus, à cet effet, des surfaces de garanties par des actifs tangibles.

Finalement, la taille de l'entreprise a un effet positif sur le ratio d'endettement. Concrètement, plus l'entreprise familiale grandit, plus son niveau d'endettement est élevé, et ce indépendamment de la génération de l'entreprise. Ceci confirme les prémisses de la théorie du cycle de vie (Ando et Modigliani, 1960). Sous un angle de théorie du signal (Ross, 1977), l'entreprise familiale de grande taille peut facilement accéder aux marchés financiers et

bancaires en raison de leurs réputations (Diamond, 1989) et parce qu'elles ont davantage tendance à choisir des projets d'investissement sûrs (Frank et Goyal, 2009).

CONCLUSION

Ce papier s'est fixé comme objectif l'analyse de l'effet de la succession intergénérationnelle sur la structure du capital des entreprises familiales de la région MENA. Une analyse comparative entre entreprises familiales de première génération et entreprises familiales de seconde génération et plus a été menée afin de comparer leur structure du capital sur la période (2011-2019). En définitive, les résultats de notre étude diffèrent des études antérieures en raison du contexte spécifique de la région MENA, notre terrain d'investigation. Nous avons déduit des différences significatives en volume et en facteurs déterminants du ratio d'endettement entre les deux catégories d'entreprises. Néanmoins, le corpus théorique qui concorde en grande partie avec les résultats obtenus est celui de la théorie du financement hiérarchique en dépit des différences générationnelles.

Généralement, les marchés des capitaux des pays en voie de développement, ce qui est le cas de la majorité des pays de la région MENA, disposent d'une gamme limitée d'instruments financiers, ainsi que d'un grand nombre de contraintes sur les décisions de financement (Singh & Hamid, 1992, Tong & Green, 2005). A cet égard, nous signalons que le contexte géographique joue aussi un rôle dans les choix de financement et fait que les entreprises préféreront le financement interne au financement externe, ce qui affecte le ratio d'endettement.

Mises à part les implications théoriques et empiriques de ce papier, il fournit également une véritable perspective de recherche dans la mesure où il a renforcé la thèse de l'hétérogénéité qui entache les entreprises familiales en distinguant entre les différentes générations. Tout cela dans le cadre d'un terrain d'investigation spécifique comme la région MENA, reconnue pour sa culture, ses valeurs, ses pratiques managériales et ses marchés financiers particuliers.

Toutefois, certaines limites sont à noter. Nous avons comparé deux échantillons de taille différente et nous avons testé un nombre limité de variables en raison des contraintes d'accès aux données. D'autres mesures peuvent être intégrées dans de futures recherches, notamment en matière des compétences des dirigeants en gestion. En outre, notre étude a négligé l'effet du secteur d'activité. Il pourrait être intéressant d'axer cette étude sur chaque secteur séparément sur une longue période et d'analyser la structure du capital des entreprises familiales dans différentes conditions économiques. Finalement, le critère de distinction des entreprises familiales selon les générations, inspiré de Gottardo & Moisello (2015) reste

restrictif et sujet à caution. Ce critère permet de distinguer les entreprises familiales de la première génération et les entreprises familiales de deuxième génération ou plus mais sans permettre une indication séparée sur les entreprises familiales de troisième génération, de quatrième génération, etc. Ceci peut être une brèche pour approfondir cette analyse dans des recherches futures sur la structure du capital chez les entreprises familiales de différentes générations.

Note

L'élaboration de ce papier a été soutenue par le CNRST (Centre National pour la Recherche Scientifique et Technique, Maroc) et la Chaire des entreprises familiales au Maroc, ESCA Ecole de Management.

Références

Abouzaid, S. (2014). Good governance holds the key for family business. *International Finance Corporation*.

Agustini, T., & Budiyanto. (2015). Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, *4*(8).

Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation. *Family business review*, *21*(4), 315-330.

Amah, K. O., & Ken-Nwachukwu, C. (2016). Capital structure composition and financial performance of firms in the brewery industry: Evidence from Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, *7*(16), 7-15.

Ando, A., & Modigliani, F. (1963). The "life cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *The American economic review*, *53*(1), 55-84.

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of corporate debt ownership structure: Evidence from market-based and bank-based economies. *Managerial Finance*.

Berrada Al Azizi, T., Habba, B., Quiddi, O., & Méric, J. (2021). La politique de financement par endettement des grandes entreprises familiales dans les pays arabes. *Entreprise & société*, *2020*(8), 141-163.

Berrada, T.E., Habba, B. and Quiddi, O. (2020). Determinants of Debt Level: Empirical Evidence on Large Listed Family Businesses in the Arab World. *Proceedings of international conference of Bentley University, USA and ESCA Ecole de Management, Morocco,* (1), 58-73. http://www.collaborationconference.com/session-1.html.

Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, *25*(3), 258-279.

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The journal of finance*, *56*(1), 87-130.

Cardella, G. M., Hernández-Sánchez, B. R., & Sánchez García, J. C. (2020). Entrepreneurship and family role: a systematic review of a growing research. *Frontiers in psychology*, *10*, 2939.

Centelles Alcázar, S. (2009). Diferencias de tipología entre las empresas familiares en función de las generaciones.

Charitou, A., & Vafeas, N. (1998). The association between operating cash flows and dividend changes: an empirical investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, *25*(1-2), 225-249.

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship theory and practice*, *23*(4), 19-39.

Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (2003). Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationships with nonfamily managers. *Family Business Review*, 16(2), 89-107.

Cortez, M. A., & Susanto, S. (2012). The determinants of corporate capital structure: evidence from Japanese manufacturing companies. *Journal of International Business Research*, *11*(3), 121.

Cuong, N. T., & Canh, N. T. (2012). The effect of capital structure on firm value for Vietnam's seafood processing enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*, *89*(89), 221-233.

Darmawan, B. A. (2020). Intergenerational Differences of Family Firms In Indonesia: Financial Structure And Performance. *Benefit: Jurnal Manajemen dan Bisnis*, *4*(2), 128-139.

De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, *32*(9), 1954-1969.

Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, *14*(4-5), 387-405.

Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, *38*(4), 431-447.

Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of political Economy*, *97*(4), 828-862.

Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828-862. https://doi.org/10.1086/261630

Duh, M. (2014). Family business succession as knowledge creation process. *Kybernetes*.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial management*, *38*(1), 1-37.

Gallo, M. A., & Vilaseca, A. (1996). Finance in family business. *Family business review*, *9*(4), 387-401.

Galve-Górriz, C., & Salas-Fumás, V. (2011). Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre preferencias, comportamiento y resultados en las empresas españolas cotizadas?. *Revista de Economía Aplicada*, *19*(57), 5-34.

Gersick, K. E., & Rosas, R. M. (1997). *Empresas familiares: generación a generación*. México: McGraw-Hill.

Gersick, K. E., Lansberg, I., Desjardins, M., & Dunn, B. (1999). Stages and transitions: Managing change in the family business. *Family Business Review*, *12*(4), 287-297.

Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2015). The impact of socioemotional wealth on family firms' financial performance. *Problems and perspectives in management*, (13, Iss. 1), 67-77.

Haag, K., Helin, J., & Melin, L. (2006). Succession in Family Business: Communication practices and the role of power.

Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family business review*, *12*(1), 1-25.

Harjito, D. A. (2011). Teori Pecking Order dan Trade-Off dalam Analisis Struktur Modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, *15*(2).

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1251-1271.

Ibrahim, A. B., Soufani, K., & Lam, J. (2001). A study of succession in a family firm. *Family Business Review*, 14(3), 245-258.

Kepner, E. (1983). The family and the firm: A coevolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, *12*(1), 57-70.

King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, *32*(11), 2423-2432.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, *28*(4), 911-922.

Lansberg, I. (1988). The succession conspiracy. *Family business review*, *1*(2), 119-143.

Le Breton–Miller, I., Miller, D., & Steier, L. P. (2004). Toward an integrative model of effective FOB succession. *Entrepreneurship theory and practice*, *28*(4), 305-328.

Long, R. G., & Chrisman, J. J. (2014). Management succession in family business. *The Sage handbook of family business*, 248-268.

López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, *20*(4), 269-287.

Manos, R., Murinde, V., & Green, C. J. (2007). Leverage and business groups: Evidence from Indian firms. *Journal of Economics and Business*, *59*(5), 443-465.

Matthews, C. H., Vasudevan, D. P., Barton, S. L., & Apana, R. (1994). Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm. *Family Business Review*, *7*(4), 349-367.

Mazagatos, V. B., Puente, E. D. Q., & García, J. B. D. (2009). La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, *38*(141), 57-73.

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics*, *12*(2), 113-130.

Michiels, A., & Molly, V. (2017). Financing decisions in family businesses: a review and suggestions for developing the field. *Family Business Review*, *30*(4), 369-399.

Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses. *Harvard Business Press*.

Moussa, A. A., & Elgiziry, K. (2019). The impact of family involvement in business on capital structure decisions: a literature review. *Investment management and financial innovations*, 16 (1), 258-266.

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*(2), 187-221.

Nurlela, N., Sulastri, S., AJ, U. H., & Hanafi, A. (2019). The influence of investment decisions and financing decisions on firm value with profitability as intervening variables (empirical study on companies listed in Indonesian Sharia Stock Index). *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, *6*(2), 447-456.

Oktavina, M., Manalu, S., & Yuniarti, S. (2018). Pecking order and trade-off theory in capital structure analysis of family firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, *22*(1), 73-82.

Öztekin, Ö., & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of financial economics*, *103*(1), 88-112.

Poulain-Rehm, T. (2006). Qu'est-ce qu'une entreprise familiale?. *La Revue des Sciences de Gestion*, (3), 77-88.

PricewaterHouseCoopers. (2019). *family-business-survey-2019*. Online report. Accessed January 15, 2021, from http://www.pwc.com/m1/en/publications/family businesssurvey.html

Qualls, M., Pallin, D. J., & Schuur, J. D. (2010). Parametric versus nonparametric statistical tests: the length of stay example. *Academic Emergency Medicine*, *17*(10), 1113-1121.

Quiddi, O & Habba, B. (2021). Financial Behavior of Family Businesses: A Bibliometric and Systematic Literature Review. *International Journal of Financial Research, 12(2), 75-93.*

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, *50*(5), 1421-1460.

Ramalho, J. J., Rita, R. M., & da Silva, J. V. (2018). The impact of family ownership on capital structure of firms: Exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis. *International Small Business Journal*, *36*(5), 574-604.

Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of business venturing*, *16*(3), 285-310.

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.

Saarani, A. N., & Shahadan, F. (2013). The determinant of capital structure of SMEs in Malaysia: evidence from enterprise 50 (E50) SMEs. *Asian Social Science*, *9*(6), 64.

Samara, G. (2020). Family businesses in the Arab Middle East: What do we know and where should we go?. *Journal of Family Business Strategy*, 100359.

San Martín Reyna, J. M., & Durán Encalada, J. A. (2016). Sucesión y su relación con endeudamiento y desempeño en empresas familiares. *Contaduría y administración*, *61*(1), 41-57.

San Martín Reyna, J. M., & Durán Encalada, J. A. (2016). Sucesión y su relación con endeudamiento y desempeño en empresas familiares. *Contaduría y administración*, *61*(1), 41-57

Sansoethan, D. K., & Suryono, B. (2016). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan makanan dan minuman. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, *5*(1).

Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking & Finance*, *37*(2), 257-272.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and decision economics*, *23*(4-5), 247-259.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of management journal*, *46*(2), 179-194.

Sharma, P., Hoy, F., Astrachan, J. H., & Koiranen, M. (2007). The practice-driven evolution of family business education. *Journal of Business Research*, *60*(10), 1012-1021.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, *94*(3, Part 1), 461-488.

Singh, A., & Hamid, J. (1992). Corporate financial structure in developing countries (No. 1).

Stamm, I., & Lubinski, C. (2011). Crossroads of family business research and firm demography—A critical assessment of family business survival rates. *Journal of Family Business Strategy*, *2*(3), 117-127.

Stickney, C.P., Brown, P.R. and Wahlen, J.M. (2007). *Financial Reporting, Financial Statement Analysis, and Valuation: A Strategic Perspective*, 6th ed., Thomson South-Western, Mason, OH.

Ting, Z. (2009). Succession in Family Business–Differences between foreign family business and Chinese family business. *Bachelor's Thesis Business Management*.

Tong, G., & Green, C. J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied economics*, *37*(19), 2179-2189.

Trevinyo-Rodríguez, R. N. (2010). Empresas familiares; Visión latinoamÚricana: Estructura, gestión, crecimeinto y continuidad. *Pearson Educación.*

Ward, T. J., & Foster, B. P. (1997). A note on selecting a response measure for financial distress. *Journal of Business Finance & Accounting*, *24*(6), 869-879.

Westhead, P., Cowling, M., & Howorth, C. (2001). The development of family companies: Management and ownership imperatives. *Family Business Review*, *14*(4), 369-385.

Yu, A., Lumpkin, G. T., Sorenson, R. L., & Brigham, K. H. (2012). The landscape of family business outcomes: A summary and numerical taxonomy of dependent variables. *Family Business Review*, *25*(1), 33-57.

Zata Poutziouris, P. (2001). The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, *14*(3), 277-291.

Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., & Memili, E. (2012). Building a family firm image: How family firms capitalize on their family ties. *Journal of Family Business Strategy*, *3*(4), 239-250.