

## La connexion politique et le financement des entreprises tunisiennes

**Fayrouz BENCHEIKH**, Université de Gabès, bencheick\_fayrouz@yahoo.fr

**Neila BOULILA TAKTAK**, IHEC Carthage, neila\_boulila@yahoo.fr

### Résumé

L'objectif de cet article<sup>1</sup> est d'étudier l'effet de la connexion politique sur l'accès à l'endettement des entreprises tunisiennes. La recherche a été menée auprès de 32 entreprises tunisiennes cotées pendant la période 2007-2012. Les résultats montrent que les entreprises tunisiennes politiquement connectées ont un accès préférentiel à l'endettement de court. Cette relation a été confirmée seulement en pré révolution.

**Mots clés :** endettement, connexion politique, révolution, Tunisie.

**JEL Code:** G30, G31.

## Political connection and financing of Tunisian companies

### Abstract

The aim of this article is to study the effect of political connections on debt access of Tunisian firms. The study is carried out on a sample of 32 Tunisian firms on the period 2007-2012. Obtained results show that Tunisian politically connected firms have a preferential access to short term debt. This relationship has been confirmed only on pre revolution.

**Key-words:** debt access, political connections, political uprising, Tunisia.

**JEL Code:** G30, G31.

---

<sup>1</sup> L'article a été présenté au 11<sup>ème</sup> Colloque International Finance et Assurance (CSIFA) et a été retenu pour publication par la revue « Journal of Academic Finance ».

## Introduction

La dépendance au gouvernement constitue le caractère commun qui distingue les entreprises politiquement connectées. Ce lien confère différentes sortes de protectionnisme pour un seul objectif : celui de l'appropriation de rente. L'accès à l'endettement bancaire en constitue une manifestation explicite. Le sujet a suscité l'attention de nombreux chercheurs. Faccio (2006 et 2010) met l'accent sur le libre accès à l'endettement, les allègements fiscaux, l'acquisition de part importante de marché sous forme de concession, de licence et de contrats gouvernementaux. De même, Khawaja et Mian (2005) expliquent que les entreprises pakistanaises politiquement connectées s'endettent à l'ordre de 45% avec un taux de défaut de 50%. Des recherches comme celles de Houston *et al.* (2014), Ebrahim *et al.* (2014) et Bliss et Gul (2012) entre autres, aboutissent à des résultats semblables.

Cet article s'intéresse à l'effet de la connexion politique sur l'accès à l'endettement dans le contexte tunisien. En effectuant ce choix une caractéristique a été prise en considération. En effet, la période retenue est scindée en deux, sous l'effet de la révolution qui est un évènement critique pour les entreprises tunisiennes politiquement connectées. Le soulèvement du régime qui a été au pouvoir a dépourvu ces entreprises de leurs privilèges. Ainsi, la distinction entre la connexion et la post connexion politique s'impose. Le cas tunisien permet d'étudier la transition des entreprises d'un état de connexion en un état de post connexion politique.

L'étude empirique porte sur les entreprises cotées. Ceci a exigé le recours aux sites spécialisés qui sont le site de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) et celui du Conseil du Marché Financier (CMF). Les différentes sources d'informations ont permis de constituer un échantillon de 32 entreprises tunisiennes cotées sur la période 2007-2012. Les entreprises politiquement connectées concernées par cette recherche, appartenaient au clan du président déchu Ben Ali et de leur proches. Ces entreprises ont été dévoilées après la révolution.

Les résultats montrent que la connexion politique favorise l'accès à l'endettement. Toutefois, l'étude de la maturité de la dette met en évidence la domination de la dette de court terme à celle de long terme. En effet, les entreprises politiquement connectées préfèrent le financement de court terme. Les raisons en sont la fréquence de renouvellement et le maintien de coûts réduits. Le financement de long terme s'effectue d'une façon cyclique et engendre des coûts plus importants. De plus, sur le long terme, les subventions accordées par l'Etat acquièrent une part importante dans les stratégies de financement de long terme.

Le présent article s'articule comme suit : Section 2 comprend une revue de la littérature portant sur l'effet de la connexion politique sur l'accès à l'endettement. Section 3 décrit l'échantillon et les statistiques descriptives. Section 4 s'intéresse à la méthodologie. Section 5 présente les résultats et les discussions. Section 6 conclut.

## 1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

La recherche d'une rente par les entreprises politiquement connectées peut s'effectuer à travers un important accès à l'endettement. Les explications avancées diffèrent selon le contexte étudié notamment en fonction de pays développés et pays émergents.

Faccio (2006 et 2010) a pris en considération un échantillon d'entreprises internationales. Les résultats obtenus révèlent que les entreprises politiquement connectées sont beaucoup plus endettées que les autres. L'endettement devient plus important, lorsque la connexion s'établit par un propriétaire et non par un dirigeant. L'intervention directe du gouvernement dans les affaires économiques, est plus répandue dans les pays émergents, ce qui a été mentionné par Laporta *et al.* (2002), Dinç (2005) et Beck *et al.* (2006). Dans ce contexte, Khawaja et Mian (2005) montrent que les entreprises pakistanaises politiquement connectées accèdent plus facilement à l'endettement. De plus, ces entreprises présentent un plus grand risque de défaut. Les auteurs précisent aussi que la principale source de financement provient des banques publiques. Dans le cas des entreprises malaisiennes, Bliss et Gul (2012) aboutissent à des résultats similaires. De même, Fraser *et al.* (2006) montrent que les entreprises politiquement connectées, sont significativement associées à un levier plus élevé, et que ce résultat devient plus important, lorsque les sociétés sont plus grandes et plus rentables. Aussi, Ebrahim *et al.* (2014) précisent que les entreprises politiquement connectées malaisiennes bénéficient de différentes formes de favoritisme et que leur endettement est beaucoup plus important.

En ce qui concerne les pays développés, Agrawal et Knoeber (2001) étudient le cas des Etats Unis d'Amérique. Ils font le lien entre connexion politique et grandes entreprises, celles dont l'activité dépend des contrats gouvernementaux et dont la production est destinée à l'exportation, ainsi que les entreprises impliquées dans des activités de lobbying, et qui exercent des pressions pour préserver leurs intérêts communs. En partant du même contexte, Kang et Zhang (2012) précisant qu'une lourde réglementation, dans des secteurs bien déterminés, favorise ce genre de liaison. D'après Houston *et al.* (2014), les banques s'entretiennent avec les entreprises américaines politiquement connectées parce qu'elles sont considérées comme les plus rentables et les meilleures en ce qui concerne la gestion du

risque de défaillance. Elles acquièrent ces avantages grâce à l'appui du gouvernement. Cette approche se vérifie surtout dans les pays développés, où la plupart des banques sont privées et protégées par un système légal, qui fonctionne correctement, et une presse libre, ce qui rend difficile au gouvernement d'imposer ses propres options aux banques.

## **1.2 ECHANTILLONNAGE ET DEFINITION DES VARIABLES**

### **1.2.1 La construction de l'échantillon**

Les données ont été extraites à partir du site de la bourse de valeur mobilière de Tunis et de celui du conseil du marché financier. Ces deux sources ont permis de constituer un échantillon de 32 entreprises cotées. Au sein des entreprises retenues, nous avons identifié les entreprises politiquement connectées. Notre référence de base était la définition fournie par Faccio (2006). Selon l'auteur, une entreprise est politiquement connectée si, au moins, l'un de ses principaux actionnaires (c'est-à-dire ceux qui détiennent directement ou indirectement au moins 10% des droits de vote) ou l'un de ses dirigeants supérieurs (par exemple le président directeur général, le président, etc...) est, soit un chef d'Etat, un ministre du gouvernement, une personne étroitement liée à un politicien supérieur ou à un parti politique, ou un député. L'étude de la connexion politique en Tunisie a été entamée par la Banque Mondiale (2014). Les entreprises politiquement connectées en Tunisie appartiennent aux membres de la famille de l'ancien régime, de leurs affiliés, de leurs amis et des politiciens. L'identification de ces entreprises s'effectue d'abord à partir de la liste publiée par le Conseil Fédéral Suisse. Cette liste cite les membres de la famille de l'ex-président et de leurs affiliés. Ainsi, toute entreprise gérée ou possédée par l'une de ces personnes est considérée comme politiquement connectée. Ensuite, nous avons identifié les entreprises appartenant aux secteurs lourdement réglementés et qui sont reconnus par la Banque Mondiale (2014) comme étant politiquement connectées.

### **1.2.2 Définition des variables**

La variable dépendante prend en considération le niveau total et la maturité de la dette. Trois mesures désignent ces variables qui sont le ratio de la valeur comptable de l'endettement total (**TDebt**), de long terme (**LDebt**) et de court terme (**CDebt**) sur le total actif respectivement (Titman et Wessels 1988, Rajan et Zingales 1995 et Frank et Goyal 2009).

Les variables indépendantes sont liées à la connexion politique et aux caractéristiques des entreprises. La connexion politique (**Connexion**) est mesurée par une variable binaire. Cette mesure est adoptée par Faccio (2006 et 2010), Khawaja et Mian (2005) et Bliss et Gul (2012) parmi d'autres.

Les caractéristiques des entreprises pris en considération comprennent : les garanties, les opportunités de croissance, la taille et la rentabilité. Les garanties (**Imcorp**) sont mesurées en premier lieu, par le ratio des immobilisations corporelles divisé par le total actif (Titman et Wessels 1988, Rajan et Zingales 1995). Les opportunités de croissance (**Croissance**) sont mesurées par le logarithme népérien du taux de croissance du total actif (Titman et Wessels 1988 et Kremp et Stoss 2001 et Frank et Goyal 2009). La taille (**Taille**) a été mesurée par le logarithme népérien du total actif (Titman et Wessels 1988 et Rajan et Zingales 1995). La rentabilité (**Rentabilité**) a été mesurée par le résultat avant intérêt et impôt sur l'actif total (Booth *et al.* 2001 et Huang et Song 2006). Des variables binaires spécifiques à l'échantillon et à la période ont été retenues comme la variable post révolution et la variable cotation.

### 1.2.3 Statistiques descriptives et analyse univariée

Les statistiques descriptives (table 1) montrent que 82% des entreprises de l'échantillon sont politiquement connectées. Cette proportion est relativement importante. Toutefois, l'échantillon est composé d'entreprises cotées à la bourse. Cette caractéristique constitue en elle-même une sorte de faveur. Les entreprises tunisiennes accèdent difficilement au financement du marché. Ce dernier est restreint aux entreprises les plus lucratives exerçant dans des secteurs stratégiques.

Les statistiques descriptives relatives aux caractéristiques des entreprises est dans leur majorité significatives. Ces dernières montrent que les entreprises politiquement connectées ont plus d'opportunité de croissances, plus grande et plus rentables. Houston *et al.* (2014) et Faccio (2006) aboutissent à des résultats semblables.

Les tableaux (3) présentent les matrices d'autocorrélation entre les variables indépendantes. Les valeurs absolues de ces coefficients sont moindres que l'unité. D'où, nous pouvons confirmer l'absence de problèmes d'autocorrélation (Kennedy 1998).

Tableau 1: Statistiques descriptives

	<i>Moyenne</i>	<i>Std.dev</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<b>TDebt</b>	.2124377	.2105211	0	.9275584
<b>LTDebt</b>	.0944015	.1209351	0	.7382988
<b>CTDebt</b>	.1322603	.1503289	0	.752256
<b>Connexion</b>	.824878	.3993547	0	1
<b>Imcorp</b>	.3103658	.2023153	0	.8337759
<b>Croissance</b>	-1.039985	.5016325	-2.213198	.1170775
<b>Taille</b>	4.481609	.5707986	3.176342	5.806388
<b>Rentabilité</b>	.044761	.1083637	-.6325849	.3397812

Tableau 2: Comparaison entre entreprises politiquement connectées et entreprises non politiquement connectées

VARIABLES	Entreprises PC		Entreprises NPC		Différence de moyennes	
	Moyenne	Std.dev	Moyenne	Std.dev	Différence	t-value
<b>TDebt</b>	0.110	0.114	0.235	0.017	-0.125	-3.299***
<b>LTDebt</b>	0.075	0.014	0.098	0.010	-0.023	-1.050
<b>CTDebt</b>	0.072	0.091	0.145	0.157	-0.073	-2.699***
<b>Imcorp</b>	0.364	0.241	0.297	0.190	0.067	1.876**
<b>Croissance</b>	-1.220	0.481	-1.001	0.499	-0.219	-2.043**
<b>Taille</b>	3.981	0.460	4.605	0.527	-0.623	-6.778***
<b>Rentabilité</b>	0.041	0.158	0.045	0.092	-0.043	-0.227

\*\*\*, \*\* : les coefficients sont significatifs au seuil d'erreur de 1% et 5% respectivement.

Tableau 3 : Matrice de corrélation

	Connexion	PostRevolution	Imcorp	Croissance	Taille	Rentabilité
Connexion	1					
PostRevolution	0.000	1				
Imcorp	-0.133*	-0.031	1			
Croissance	0.167*	-0.036	0.030	1		
Taille	0.436*	0.045	-0.160*	0.163*	1	
Rentabilité	0.016	-0.032	-0.173*	-0.007	0.251*	1

## 2. Méthodologie

Le modèle étudié permet d'estimer l'effet de la connexion politique sur l'accès à l'endettement. En plus de la connexion politique, ce modèle de base permet de déterminer l'effet de la période post révolution. De même, il met en évidence l'effet de la post connexion politique qui s'obtient par une interaction entre la connexion politique et la période post révolution. Cette dernière variable permet de déterminer si les entreprises politiquement connectées réjouissent des mêmes privilèges post révolution. Le modèle comprend aussi les variables de contrôle suivantes : les garanties, la taille, les opportunités de croissance, la profitabilité et la cotation. Le modèle qui a été estimé est le suivant :

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Connexion}_{it} + \beta_2 \text{PostRevolution}_{it} + \beta_3 \text{Connexion}_{it} * \text{PostRevolution}_{it} + \beta_4 \text{Imcorp}_{it} + \beta_5 \text{Croissance}_{it} + \beta_6 \text{Taille}_{it} + \beta_7 \text{Rentabilité}_{it} + \beta_8 \text{Cotation}_{it} + \delta_t + u_i + \varepsilon_{it}$$

Où  $Y_{it}$  désigne l'endettement total ( $TDebt$ ), de long terme ( $LTDebt$ ) et de court terme ( $CTDebt$ ) respectivement.

## 3. Résultats et discussion

### 3.1 La connexion politique et l'accès à l'endettement

Les résultats obtenus dans le tableau (4) montrent qu'il y a une relation positive et significative entre la variable connexion et l'endettement total. Ce résultat confirme l'accès privilégié des entreprises politiquement connectées tunisiennes à l'endettement. Faccio (2006), Khawaja et Mian (2005) et Ebrahim *et al.* (2014) aboutissent à des résultats semblables. Par contre, l'étude de la maturité de la dette montre qu'il y a une différence entre l'endettement de long terme et celui de court terme. Les entreprises politiquement connectées s'endettent davantage sur le court terme en affichant une réticence envers l'endettement de long terme. Une telle dichotomie semble logique. Le recours à l'endettement de court terme s'effectue d'une façon plus fréquente avec de moindres coûts. Cette situation favorise l'appropriation de rente par les personnes concernées. Cependant, l'endettement de long terme engendre des coûts plus élevés et un risque accru constituant une menace pour l'entreprise. De plus, ce sont les subventions de l'Etat qui entrent en jeu en cas de financement de long terme.

### 3.2 Connexion politique et accès à l'endettement : l'effet de la révolution

La récession survenue post révolution a lourdement atteint l'économie tunisienne. Les entreprises tunisiennes en sont les majeures sinistrées. Les banques n'ont pas été épargnées. Toutefois, leur

position en tant que principaux fournisseurs de fonds du pays les a obligés à continuer le financement des entreprises tunisiennes. Ces faits se confirment avec la relation positive entre la variable post révolution et l'endettement de court terme. Après la révolution, les entreprises politiquement connectées sont dévoilées et dépourvues de leurs privilèges. Ces entreprises sont supposées avoir un moindre recours à l'endettement. Le terme d'interaction entre la connexion politique et l'évènement post révolution est associé à un coefficient non significatif ce qui empêche de confirmer le sens de la relation entre accès à l'endettement et post connexion politique.

**Tableau 4: L'effet de la connexion politique sur l'accès à l'endettement**

VARIABLES	(1) <i>TDebt</i>	(2) <i>LTDebt</i>	(3) <i>CTDebt</i>
<b>Connexion politique</b>			
<i>Connexion</i>	0.0949** (0.0415)	-0.0456** (0.0190)	0.121*** (0.0342)
<i>PostRevolution</i>	0.0987 (0.0643)	0.0228 (0.0384)	0.0913* (0.0514)
<i>Connexion* PostRevolution</i>	-0.0809 (0.0701)	-0.0121 (0.0384)	-0.0776 (0.0558)
<b>Caractéristiques des entreprises</b>			
<i>Imcorp</i>	0.114 (0.0751)	0.218*** (0.0437)	-0.0883 (0.0616)
<i>Croissance</i>	0.0625* (0.0348)	0.0479*** (0.0143)	0.0194 (0.0276)
<i>Taille</i>	0.0719** (0.0320)	0.0593*** (0.0123)	0.0173 (0.0253)
<i>Rentabilité</i>	-1.088*** (0.278)	-0.600*** (0.148)	-0.385* (0.204)
<i>Cotation</i>	-0.0201 (0.0441)	0.00604 (0.0163)	-0.0351 (0.0347)
<i>Constante</i>	-0.0785 (0.146)	-0.116** (0.0520)	0.0359 (0.119)
<i>Observations</i>	144	144	144
<i>Nombre d'entreprises</i>	32	32	32
<i>R-squared</i>	0.261	0.450	0.116

\*\*\*, \*\*, \* : les coefficients sont significatifs au seuil d'erreur de 1%, 5% et 10% respectivement.

#### 4. Conclusion

Cet article examine l'effet de la connexion politique sur l'accès à l'endettement. Les résultats montrent que les entreprises politiquement connectées accèdent plus facilement à l'endettement de court terme. Ce choix est en accord avec l'appropriation de rente. En effet, l'endettement de court terme génère moins de coût et renouvelable sans imposer des stratégies de remboursement sur le long terme. Les entreprises tunisiennes politiquement connectées sont plus réticentes à

l'endettement de long terme. Ces entreprises, bénéficiant d'une lourde réglementation en leur faveur, font intervenir les subventions de l'Etat pour ce genre de financement.

Les entreprises politiquement connectées sur les quelles porte cette étude appartenaient à l'ancien régime, ses affiliées et ses proches. Cela met à l'évidence la perte des privilèges acquis à l'ère de l'ancien régime. Le recours à l'endettement en fait partie.

Ce travail comprend certaines limites. La plus importante réside dans l'absence d'informations concernant les entreprises tunisiennes politiquement connectées non cotée et qui ont été confisquées après la révolution. Les seules informations disponibles sur ces entreprises ont été publiées par la Banque Mondiale (2014), qui a pu analyser le cas de 220 entreprises, pour mettre en évidence leurs performances.

Après la révolution, plusieurs partis politiques se sont partagé le pouvoir, ce qui a fait naître une nouvelle classe de personnes politiquement connectées, pouvant détenir des participations dans les entreprises tunisiennes. L'effet de ce nouveau type de connexion politique peut donner des résultats différents de ceux obtenus dans cette étude.

## Bibliographie

- Agrawal, A., Knoeber, C., 2001. Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics*, 44 (1), 179-198.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., 2006. Bank supervision and corruption in lending. *Journal of monetary economics*, 53, 31-63.
- Benmelech, E., Bergman, N., 2009. Collateral pricing. *Journal of Financial Economics*.
- Bessler, W., Drobetz, W., Gruninger, M., 2011. Information asymmetry and financing decisions. *International Review of Finance*.
- Bliss, M.A., Gul, F.A., 2012. Political connected and cost of debt: some Malaysian evidence, *Journal of banking and Finance*, 36, 1520-1527.
- Booth, L., Airasian V., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovik, V., 2001. Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*, 56, 87-130.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Michra, D., 2008. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of corporate Finance*, 18, 541-559.
- Dinç, S.I., 2005. Politicians and banks: political influence on government-owned banks in emerging countries. *Journal of financial economics*, 77, 53-79.
- Ebrahim, M.S., Girma, S., Shah, M.E., Williams, J., 2014. Dynamic capital structure and political patronage: the case of Malaysia. *International Review of Financial Analysis*, 31, 117-128.
- Faccio, M., 2006. Politically connected firm. *American Economic Review* 96, 69-86.
- Faccio, M., 2010. Difference between politically connected and non-connected firms: a cross country analysis. *Financial Management*, 39, 5-27.
- Fama, E.F., French, K.R., 2002. The equity premium. *The Journal of Finance*, 57 (2) 637-659.
- Frank, M., Goyal, V., 2009. Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38, 1-37.
- Harris, M., Raviv, A., 1991. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46 (1), 297-355.

- Houston, J.F., Jiang, L., Lin, C., May, Y., 2014. Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52, 193-243.
- Huang, G., Song, F., 2006. The determinants of capital structure: evidence from china, volume17, Issue 1, 14-36.
- Kang, J.K., Zhang, L., 2012. From backroom to boardroom: role of government directors in U.S. public firms and their impact on performance. Available at SSRN.
- Kennedy, P., (1998). *A guide to econometrics*. Blackwell, Oxford.
- Khawaja, A.I., Mian, A., 2005. Do lender favor politically connected firm? Rent-seeking in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics*, 120, 371-411.
- Kremp, E., Stross, E., 2001. L'endettement des entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches. *Economie et statistique*, Volume 341, N°1, 153-171.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, 2002. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*.
- Norden, L., Kampen, S.V., 2013. Corporate leverage and the collateral channel. *Journal of Banking and Finance*, Volume 37, 5062-5072.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Shleifer, A., Vishny, 1992. Liquidation value and debt capacity: a market equilibrium approach. *Journal of Finance*, 47, 1343-1366.
- Titman, S., Wessels, R., 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-19.