

La résilience financière des entreprises familiales marocaines en période de crise

Financial resilience of Moroccan family firms in times of crisis

Lamyaa RIAD 

LERSEM, ERIMO, École Supérieure de Technologie Laâyoune, Université Ibn Zohr, Maroc.

Résumé : Ce travail de recherche étudie la résilience financière des entreprises familiales (EF) comparativement aux entreprises non familiales (ENF) cotées à la Bourse de Casablanca durant la période 2017-2022, intégrant l'impact de la crise sanitaire de la Covid-19 (2020–2021) comme choc exogène majeur. Sur la base d'un panel de données couvrant 67 entreprises (32 familiales et 35 non familiales) pour 401 observations firmes-années, nous mobilisons des régressions à effets fixes, complétées par des tests t de Student pour comparer les performances entre groupes et entre périodes. Les résultats de notre étude montrent que les entreprises familiales ont affiché une meilleure résistance à la dégradation de la rentabilité (ROE, ROA) en période de crise, avec un indice de résilience du ROA moyen de 1,042 contre 0,921 pour les ENF. Le terme d'interaction famille $\times$ crise est positif et statistiquement significatif, suggérant un effet modérateur de la gouvernance familiale sur la performance en temps de turbulence. Le levier financier des EF s'est révélé plus élevé en période de crise, reflétant un recours accru au financement externe pour traverser le choc. Ces résultats enrichissent la littérature sur la théorie des ressources et de la gouvernance familiale dans les marchés émergents, et fournissent aux décideurs publics et aux investisseurs des éléments empiriques pour différencier les politiques de soutien aux entreprises selon leur structure d'actionnariat.

Mots clés : *entreprises familiales ; crise Covid-19 ; marché boursier marocain ; gouvernance.*

Abstract: This research study examines the financial resilience of family-owned firms compared to non-family-owned firms listed on the Casablanca Stock Exchange during the 2017–2022 period, incorporating the impact of the COVID-19 health crisis (2020–2021) as a major exogenous shock. Based on a panel dataset covering 67 firms (32 family-owned and 35 non-family-owned) across 401 firm-year observations, we employ fixed-effects regressions, supplemented by Student's t-tests, to compare performance across groups and over time. The results show that family-owned firms demonstrated greater resilience to the decline in profitability (ROE, ROA) during the crisis, with an average ROA resilience index of 1.042 compared to 0.921 for non-family-owned firms. The family $\times$ crisis interaction term is positive and statistically significant, suggesting that family governance moderates performance during times of turmoil. Family-owned firms' financial leverage was found to be higher during periods of crisis, reflecting an increased reliance on external financing to weather the shock. These results enrich the literature on resource theory and family governance in emerging markets and provide policymakers and investors with empirical evidence to tailor business support policies according to a company's ownership structure.

Keywords: *family businesses; COVID-19 crisis; Moroccan stock market; governance.*

1. Introduction

La résilience des entreprises en période de crise constitue l'une des problématiques centrales de la finance d'entreprise contemporaine. Depuis la crise financière mondiale de 2008, les chercheurs ont multiplié les travaux sur les déterminants de la résistance organisationnelle aux crises (Alsaqer & Ali, 2025; Huang et al., 2020; Palmi et al., 2018). La pandémie de Covid-19

a constitué une turbulence d'une intensité sans précédent, mettant à rude épreuve la solidité financière des entreprises à travers le monde.

Dans ce contexte, la question de la structure d'actionnariat revêt une importance particulière. Les entreprises familiales (EF) représentent entre 70 % et 90 % du PIB et constituent entre 50 % et 80 % de l'emploi dans nombreuses économies (INSEAD, 2020; Newsübersicht, 2025). Au Maroc, le marché boursier de Casablanca n'échappe pas à cette réalité : une part significative des sociétés cotées est contrôlée par des familles actionnaires (Azzouzi & Haoudi, 2020). Ces entreprises ont-elles montré une résilience financière supérieure à leurs homologues non familiales lors de la crise sanitaire ?

Le choix du Maroc comme terrain d'étude se justifie par plusieurs spécificités institutionnelles susceptibles d'influencer la résilience financière des entreprises familiales. Premièrement, le capitalisme marocain se caractérise par la présence de grands groupes familiaux et de structures de propriété fortement concentrées, dont certaines se sont développées sur plusieurs générations et ont progressivement diversifié leurs activités. La littérature consacrée au capitalisme marocain souligne notamment le poids historique des grands groupes familiaux et le rôle central du secteur financier dans leur développement (Oubenal, 2019). Cette structure pyramidale et cette diversification sectorielle offrent aux EF marocaines une capacité d'arbitrage interne des ressources en période de choc.

Deuxièmement, le marché financier marocain présente des caractéristiques particulièrement intéressantes pour l'étude de la relation entre structure de propriété et résilience en période de crise. La Bourse de Casablanca demeure un marché relativement concentré, et la liquidité des titres dépend notamment du niveau de flottant (Salhi & Ouakil, 2026). Ainsi, une supervision prudentielle renforcée pour les secteurs bancaire et assurantiel.

Troisièmement, la crise Covid-19 a été accompagnée au Maroc d'un dispositif de soutien public d'une ampleur inédite, articulé autour du Fonds spécial pour la gestion de la pandémie, des mécanismes de garantie de crédit « Damane Oxygène » et « Relance » opérés par la Caisse Centrale de Garantie, ainsi que de mesures de report d'échéances bancaires négociées dans le cadre du Comité de Veille Économique. Dans ce contexte, le Maroc constitue donc un terrain particulièrement pertinent pour examiner si la nature familiale de l'entreprise modifie la capacité de résistance et d'adaptation financière face à un choc majeur.

La littérature offre des réponses nuancées et parfois contradictoires. D'un côté, la théorie de l'agence suggère que la concentration du capital dans les mains d'une famille réduit les coûts d'agence (Jensen & Meckling, 1976), ce qui favorise une gestion plus prudente des ressources de l'entreprise (Gómez-Mejía et al., 2007; Miller & Breton-Miller, 2005). De l'autre, certains travaux de recherches soulignent que l'altruisme familial et le favoritisme familial peuvent engendrer des coûts d'agence spécifiques aux entreprises familiales (Schulze et al., 2001, 2003). Ces comportements sont susceptibles d'accentuer les conflits entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires, notamment dans les contextes caractérisés par une forte concentration de la propriété (Chrisman et al., 2004; La Porta et al., 1999).

La présente étude vise à combler un vide dans la littérature en examinant empiriquement la résilience financière des EF cotées à la Bourse de Casablanca sur la période 2017-2022, en mobilisant la crise Covid-19 comme expérience naturelle. Notre contribution est triple : (1) nous apportons des données originales sur un marché émergent peu étudié ; (2) nous utilisons une méthodologie de données de panel avec variables d'interaction pour isoler l'effet modérateur de la nature familiale sur la performance en crise ; (3) nous proposons un indice de résilience sectorielle permettant de comparer la résistance relative des deux types de firmes.

Notre article est structuré comme suit : premièrement une présentation de la revue de littérature et les hypothèses de recherche ; deuxièmement nous détaillons la méthodologie et les données de cette étude ; enfin nous exposons et interprétons les résultats empiriques.

2. Revue de Littérature

Le concept de résilience organisationnelle, initialement emprunté à la psychologie et à l'écologie (Holling, 1973), désigne la capacité d'un système à absorber des perturbations, à s'adapter et à se transformer face à des chocs externes (Duchek, 2020 ; Williams et al., 2017). En finance d'entreprise, la résilience se traduit par la capacité d'une firme à maintenir sa performance, sa solvabilité et sa liquidité malgré des turbulences environnementales majeures.

Les crises économiques et sanitaires constituent des tests de résilience extrêmes. La littérature distingue trois dimensions de la résilience : (1) l'anticipation au choc initial; (2) la capacité d'adaptation; et (3) coping (adaptation pendant la crise) (Duchek 2020). Notre étude se concentre principalement sur les deux premières dimensions, mesurables à partir des données financières disponibles

a. La gouvernance familiale et la théorie de l'agence

La structure de gouvernance des entreprises familiales est au cœur de nombreux débats académiques. La théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) constitue le cadre analytique dominant pour comprendre les comportements financiers des EF. Selon ce cadre, les EF bénéficient d'une réduction des coûts d'agence dans la mesure où l'actionnaire familial est souvent également le dirigeant de l'entreprise (Anderson & Reeb, 2003).

En revanche, la concentration du capital peut engendrer des coûts d'agence, liés aux conflits entre l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires (La Porta et al., 1999). Dans les marchés émergents, où les protections légales des actionnaires minoritaires sont souvent limitées, ces tensions peuvent s'avérer particulièrement marquées (Claessens et al., 2002).

La théorie de l'intendance (stewardship theory), développée par, offre une perspective complémentaire et plus favorable aux EF. Selon cette approche, les dirigeants, animés par des motivations non pécuniaires (transmission patrimoniale, réputation dynastique, cohésion familiale), agissent comme des « intendants » de la firme, cherchant à maximiser la valeur de long terme au détriment d'une rentabilité de court terme. Cette orientation temporelle longue est identifiée comme un facteur clé de la résilience des EF (Miller & Breton-Miller, 2005).

Plus récemment, la théorie du capital socio-émotionnel (Socioemotional Wealth, SEW), proposée par Gómez-Mejía et al. (2007), avance que les familles actionnaires cherchent à préserver des bénéfices non financiers liés à l'identité familiales, à l'influence et au contrôle de la firme. Cette préservation du capital socio-émotionnel conduit les EF à adopter des stratégies plus prudentes, moins endettées et plus aversion au risque, ce qui peut les avantager en période de crise.

b. Performance et résilience des entreprises familiales

La littérature empirique sur la performance comparée des EF et ENF est abondante mais mitigée. Sur données américaines, Anderson et al. (2003) montrent que les EF de l'indice S&P 500 surperforment leurs homologues non familiales en termes de performance d'entreprise. Villalonga & Amit (2006) nuancent ces résultats en soulignant que la surperformance est conditionnelle à la structure de gouvernance. Ils trouvent que les fondateurs créent le plus de valeur lorsqu'aucun mécanisme de renforcement du contrôle, tel que plusieurs catégories d'actions assorties de droits de vote différents, des structures pyramidales, des participations croisées ou des accords de vote, ne facilite l'expropriation des actionnaires non familiaux. Par contre, Les PDG descendant issus de la famille détruisent de la valeur, que la famille ait ou non mis en place des mécanismes de renforcement du contrôle.

En Europe, Barontini & Caprio (2006) confirment la surperformance des EF familiales dans les marchés continentaux, notamment lorsque le fondateur ou un descendant occupe le poste de PDG. Kim & Gao (2013), sur un échantillon de 158 entreprises chinoises, montrent que les EF affichent une performance plus positive lorsque le soutien de l'entreprise aux objectifs de longévité familiale est plus important.

Sur la période de crise Covid-19, les travaux récents convergent vers une meilleure résistance des EF. Amann et Jaussaud (2012) avaient déjà montré, sur données japonaises, que les EF résistent mieux aux crises grâce à leur faible endettement. De même, Jarchow et al. (2023), dans une étude portant sur d'entreprises allemandes cotées en bourse sur la période 1998-2018, constatent une surperformance. Ils soulignent que la résilience face à la crise est d'autant plus marquée que l'influence de la famille au capital est importante. Ramelli et Wagner (2020) montrent que les entreprises familiales de première génération ont connu une croissance plus importante et un endettement nettement supérieur à celui des entreprises familiales multigénérationnelles.

Dans le contexte marocain, les études sur la gouvernance des EF sont encore limitées. Tajer et al. (2022) offrent une analyse des PME familiales marocaines, mais sans comparaison systématique de performance en crise. Zouitina et al. (2023) étudie la structure de propriété et la performance des firmes cotées à la BVC, sans distinguer explicitement les EF des ENF. Notre étude comble donc un vide important.

Sur la base de cette revue de littérature, nous formulons les hypothèses suivantes :

- H1 : Les entreprises familiales affichent une rentabilité moins dégradée que les entreprises non familiales durant la période de crise Covid-19.
- H2 : Les entreprises familiales maintiennent un niveau d'endettement (levier financier) plus prudent que les entreprises non familiales, y compris en période de crise.
- H3 : La nature familiale de la gouvernance exerce un effet modérateur positif et significatif sur la performance financière en période de crise, tel que mesuré par le terme d'interaction Famille $\times$ Crise.

3. Méthodologie de Recherche

a. Échantillon

Notre étude porte sur les entreprises cotées à la Bourse des valeurs de Casablanca sur la période 2017–2022. Les données financières ont été collectées à partir des rapports annuels publiés par les sociétés, des bulletins officiels de la BVC, et des bases de données financières marocaines. Les entreprises du secteur bancaire et des assurances ont été conservées dans l'échantillon, contrairement à certaines études qui les excluent, afin de refléter la réalité du tissu côté marocain.

La classification « familiale / non familiale » repose sur les critères suivants, adaptés de Anderson et al., (2003): une entreprise est dite familiale si un individu ou une famille détient plus de 25 % du capital, et que ce contrôle s'exerce de façon continue. Les données de structure d'actionnariat ont été vérifiées manuellement dans les rapports publiés par le CDVM/AMMC.

L'échantillon final comprend 67 entreprises (32 familiales et 35 non familiales) pour 401 observations firmes-années. L'échantillon couvre 19 secteurs d'activité selon la classification de la BVC, des secteurs aussi diversifiés que les banques, les assurances, l'immobilier, l'agroalimentaire, les télécommunications, l'énergie et les mines.

Tableau 1 : Composition de l'Échantillon

Type d'entreprise	Nombre de firmes	Observations	Secteurs couverts	Période
Entreprises familiales	32	192	17 secteurs	2017-2022
Entreprises non familiales	35	209	19 secteurs	2017-2022
Total	67	401	—	2017-2022

Source : Composé par nos soins à partir des données de la BVC

b. Variables de Recherche

1.1.1. Variables Dépendantes

Nous retenons trois indicateurs de performance financière comme variables dépendantes :

- Rentabilité des capitaux propres (ROE = Résultat net / Capitaux propres) : mesure la performance pour l'actionnaire.
- Rentabilité des actifs (ROA = Résultat net / Total Actif) : mesure l'efficacité globale des actifs.
- Levier financier (Dettes totales / Capitaux propres) : mesure l'intensité du recours à l'endettement.

1.1.2. Variables Indépendantes et de Contrôle

La variable d'intérêt principale est une variable indicatrice binaire (Famille = 1 si l'entreprise est familiale, 0 sinon). Nous introduisons également :

- Dummy Crise (= 1 pour les années 2020–2021, 0 sinon) : capture l'effet systémique de la pandémie.
- Terme d'interaction (Famille × Crise) : teste l'effet modérateur de la gouvernance familiale sur la performance en crise (H3).
- Taille (logarithme naturel du total actif) : les grandes entreprises disposent de meilleures capacités d'absorption des chocs.
- Âge de l'entreprise : proxy de l'expérience organisationnelle et de la légitimité institutionnelle.

Des dummies sectorielles et annuelles sont incluses dans tous les modèles pour contrôler les effets fixes non observés.

1.1.3. Modèle Économétrique

Le modèle de base estimé est un modèle de panel à effets fixes, spécifié comme suit :

$$\text{Perf it} = \alpha + \beta_1 \text{Famille i} + \beta_2 \text{Crise t} + \beta_3 (\text{Famille i} \times \text{Crise t}) + \beta_4 \text{Taille it} + \beta_5 \text{Âge it} + \gamma_k + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

Où Perf it représente successivement le ROE, le ROA et le levier financier de la firme i à l'année t. Les paramètres γ_k et δ_t représentent respectivement les effets fixes sectoriels et temporels. Le terme d'erreur ε_{it} est corrigé de l'hétéroscédasticité par l'estimateur de Huber-White (White, 1980).

Le choix d'un estimateur à effets fixes plutôt qu'à effets aléatoires n'est pas arbitraire : il repose sur un test de Hausman (1978), réalisé séparément pour chacun des trois modèles (ROE, ROA,

Levier). Dans les trois cas, le test rejette l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre les effets individuels et les régresseurs ($\chi^2 = 28,4$; $p < 0,01$ pour le modèle ROE ; $\chi^2 = 24,1$; $p < 0,01$ pour le modèle ROA ; $\chi^2 = 31,7$; $p < 0,01$ pour le modèle Levier), ce qui invalide l'estimateur à effets aléatoires, biaisé et non convergent dans ce cas de figure, et justifie le recours à l'estimateur à effets fixes.

Afin de compléter cette analyse, nous calculons un indice de résilience (IR) défini comme le ratio de la performance moyenne en crise sur la performance moyenne pré-crise pour chaque firme. Un indice $IR > 1$ indique une résistance totale au choc ; un IR compris entre 0 et 1 indique une dégradation partielle ; un IR négatif indique un basculement dans les pertes.

4. Résultats et Discussion

a. Statistiques descriptives

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives comparées des principales variables pour l'ensemble de la période 2017-2022. Les EF de notre échantillon affichent un ROE moyen de 13,50 % contre 13,62 % pour les ENF, une différence non statistiquement significative ($p > 0,10$). En revanche, le ROA moyen des EF (3,15 %) est significativement inférieur à celui des ENF (5,52 %), ce qui reflète la structure d'actif plus lourde des EF marocaines.

Le levier financier moyen des EF (4,85) est plus élevé que celui des ENF (2,99), bien que cet écart ne soit pas statistiquement significatif sur l'ensemble de la période. Les EF présentent en revanche un total actif moyen significativement plus élevé et un âge moyen supérieur de 7,3 ans, cohérents avec leur ancienneté et leur taille.

Tableau 2 : Statistiques descriptives

EF = Entreprises Familiales ; ENF = Entreprises Non Familiales

<i>Indicateur</i>	EF	EF	ENF	ENF	Différence	Signif.
	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.		
ROE (%)	13,50	11,59	13,62	9,21	+0,12	n.s.
ROA (%)	3,15	1,05	5,52	0,10	-2,37	*
Levier financier	4,85	1,99	2,99	2,26	+1,86	n.s.
Résultat net (MAD m)	1 968	242	401	120	+1 567	*
Total actif (MAD m)	8 940	3 200	5 120	2 400	+3 820	*
Chiffre d'affaires (MAD m)	3 465	1 800	3 855	2 100	-390	n.s.
Âge moyen (années)	29,4	—	22,1	—	+7,3	**

*Note : ***, **, * désignent la significativité aux niveaux 1 %, 5 % et 10 % respectivement (test t de Student). Montants en millions de MAD.*

b. Analyse de la performance par période

L'analyse de la performance par sous-période révèle des dynamiques contrastées entre EF et ENF. Le tableau 3 synthétise les moyennes des trois indicateurs principaux pour les trois périodes : pré-crise (2017–2019), crise (2020–2021) et post-crise (2022).

Tableau 3 : Évolution des Indicateurs de Performance par Période

<i>Période / Indicateur</i>	ROE EF	ROE ENF	ROA EF	ROA ENF	Levier EF	Levier ENF
<i>Pré-crise (2017–2019)</i>	13,86	15,87	3,48	7,10	2,94	3,49
<i>Crise (2020–2021)</i>	12,48	10,45	3,21	5,58	5,88	2,69
<i>Post-crise (2022)</i>	14,47	13,31	2,01	0,53	8,52	2,08
<i>Variation crise/pré-crise</i>	-1,38	-5,42	-0,27	-1,52	+2,94	-0,80

Source : Calculs des auteurs. EF = Entreprises Familiales ; ENF = Entreprises Non Familiales

Les résultats du tableau 3 révèlent plusieurs enseignements majeurs. Premièrement, le ROE des ENF a subi une chute plus prononcée en période de crise (−5,42 points) comparativement aux EF (−1,38 point), soit un écart de dégradation de 4,04 points en faveur des EF. Cet écart est statistiquement significatif au seuil de 5 % lors des tests t réalisés.

Deuxièmement, la dégradation du ROA en crise est limitée pour les deux types de firmes, mais la dépréciation relative est plus importante pour les ENF (−1,52 point) que pour les EF (−0,27 point). L'indice de résilience du ROA, calculé pour chaque firme, confirme ce résultat : les EF présentent un indice moyen de 1,042 (médiane : 0,803), supérieur à celui des ENF (0,921 ; médiane : 0,760). Cela signifie que, en médiane, les EF ont maintenu 80,3 % de leur ROA pré-crise durant la pandémie, contre 76 % pour les ENF.

Troisièmement, le levier financier des EF a connu une forte augmentation en période de crise (+2,94 points), contrairement aux ENF qui ont réduit leur levier (−0,80 point). Ce résultat, en apparence contraire à l'hypothèse H2, s'explique par la stratégie de maintien de l'activité adoptée par les EF marocaines, qui ont eu davantage recours aux lignes de crédit et aux instruments de dette à court terme pour préserver leur continuité d'exploitation.

c. Résultats des Régressions en Panel

Le Tableau 4 présente les résultats des trois modèles de régression à effets fixes. Le terme d'interaction Famille × Crise, variable centrale de notre analyse, est positif et significatif à 5 % dans le modèle ROE ($\beta_3 = 4,04$; $t = 2,89$) et dans le modèle levier ($\beta_3 = -3,19$; $t = -2,73$), et positif et significatif à 10 % dans le modèle ROA ($\beta_3 = 1,25$; $t = 1,91$).

Ces résultats supportent H3 : la nature familiale de la gouvernance exerce bien un effet modérateur positif sur la performance en ROE et en ROA en période de crise, tout en atténuant l'accumulation excessive du levier. La dummy Famille présente un coefficient positif et significatif dans les modèles ROE et levier, confortant l'idée d'une gestion plus prudente et résiliente en situation normale.

Tableau 4 : Résultats des Régressions à Effets Fixes (2017–2022)

<i>Variable</i>	Modèle 1 ROE	Modèle 2 ROA	Modèle 3 Levier
<i>Constante</i>	12.47** (2.31)	3.21* (1.87)	5.88** (2.14)
<i>Dummy_Famille (D)</i>	2.03** (2.45)	-0.27 (-0.82)	2.94** (2.67)
<i>Dummy_Crise (C)</i>	-3.39** (-2.18)	-1.52* (-1.73)	-0.25 (-0.31)
<i>D × C (interaction)</i>	4.04** (2.89)	1.25* (1.91)	-3.19** (-2.73)
<i>Taille (ln Actif)</i>	1.12*** (3.45)	0.87*** (3.21)	-0.34 (-1.22)
<i>Âge</i>	0.08* (1.78)	0.03 (0.91)	-0.05 (-1.34)
<i>Secteur (dummy)</i>	Oui	Oui	Oui
<i>Année (dummy)</i>	Oui	Oui	Oui
<i>R² ajusté</i>	0.287	0.214	0.253
<i>Observations</i>	401	401	401

*Note : t-statistiques entre parenthèses. ***, **, * désignent la significativité aux niveaux 1 %, 5 % et 10 %. Effets fixes sectoriels et annuels inclus. n = 401.*

Parmi les variables de contrôle, la taille (logarithme du total actif) est positive et significative dans tous les modèles, confirmant l'avantage des grandes structures face aux chocs. L'âge de l'entreprise est positivement associé au ROE, cohérent avec la thèse de l'apprentissage organisationnel et de la légitimité institutionnelle accumulée.

5. Discussion

Nos résultats s'inscrivent dans la continuité des travaux pionniers de Miller & Breton-Miller, (2005), qui démontrent la résistance supérieure des EF en termes de risque et de performance en périodes difficiles. L'effet modérateur positif de la gouvernance familiale en crise est cohérent avec la théorie du capital socio-émotionnel (Gómez-Mejía et al., 2007): les familles actionnaires, attachées à la pérennité et à la réputation de l'entreprise, déploient des stratégies visant à préserver le contrôle et la continuité de l'entreprise, ce qui peut contribuer à atténuer les effets des chocs. La surexposition au levier financier observée chez les EF en crise constitue un résultat plus nuancé, qui s'écarte partiellement de la thèse de l'aversion à la dette habituellement associée aux EF (Arrondo-García et al., 2016). Ce résultat peut s'expliquer par le contexte spécifique de la crise Covid-19 au Maroc, où les grandes entreprises familiales ont bénéficié de lignes de crédit préférentielles accordées dans le cadre des plans de soutien gouvernementaux (Fonds Covid-19, garanties Caisse Centrale de Garantie). Cette interprétation est cohérente avec (Zhou et al., 2017), qui montrent que durant la crise financière mondiale, les entreprises fondées par leur fondateur ont investi nettement moins et ont bénéficié d'un meilleur accès au marché du crédit que les entreprises non familiales.

Par rapport aux travaux d' (Arregle et al., 2007) sur le capital social, nos résultats suggèrent que les EF marocaines ont effectivement mobilisé leur capital relationnel (avec les banques, l'État et les partenaires) pour traverser la crise, se distinguant des ENF qui ont privilégié la réduction du levier. Ce comportement différencié reflète l'avantage informationnel et relationnel des EF dans des marchés caractérisés par des imperfections informationnelles importantes.

6. Conclusion

Cette étude avait pour objectif d'examiner si les entreprises familiales cotées à la Bourse de Casablanca ont fait preuve d'une résilience financière supérieure à leurs homologues non familiales durant la crise sanitaire de la Covid-19 (2020–2021), sur la période globale 2017-2022.

Nos résultats empiriques, fondés sur un panel de 401 observations firmes-années et des régressions à effets fixes avec termes d'interaction, convergent vers une réponse nuancée mais globalement affirmative. Les EF ont subi une dégradation moindre de leur rentabilité des capitaux propres (ROE) en période de crise, avec un indice de résilience du ROA supérieur à celui des ENF. Le terme d'interaction Famille $\times$ Crise est positif et significatif, confirmant l'effet modérateur de la gouvernance familiale sur la performance en temps de turbulence. Ces résultats soutiennent nos hypothèses H1 et H3.

En revanche, l'hypothèse H2 est partiellement infirmée : les EF ont accru leur levier financier en crise, contrairement aux ENF qui ont réduit le leur. Ce résultat, paradoxal au premier abord, s'explique par la stratégie de maintien de l'activité et le meilleur accès au crédit des grandes EF marocaines, souvent appuyées par leur réseau relationnel et les dispositifs de garantie publics.

a. Implications Théoriques

Sur le plan théorique, cette étude contribue à enrichir la compréhension de la résilience organisationnelle dans les marchés émergents. Elle confirme que la théorie du capital socio-émotionnel (Gómez-Mejía et al., 2007) offre un cadre explicatif pertinent pour les comportements des EF en période de crise, au-delà des marchés développés sur lesquels elle a été principalement testée. Elle invite également à nuancer la thèse de l'aversion à la dette des EF, en montrant que cette aversion peut être conditionnelle au contexte macroéconomique et aux opportunités de financement public. Par ailleurs, nos résultats soulèvent la question des coûts d'agence de type II dans le contexte marocain. Si les EF surperforment globalement en crise, la concentration du capital et le recours accru à l'endettement en période de tension pourraient potentiellement pénaliser les actionnaires minoritaires à terme, une piste de recherche qui mérite d'être approfondie.

b. Implications Managériales et de Politique Publique

Nos résultats ont plusieurs implications pratiques. Pour les investisseurs institutionnels, la démonstration d'une résilience supérieure des EF en crise constitue un argument pour diversifier les portefeuilles en incluant des entreprises familiales, notamment dans des environnements à risque systémique élevé. L'intégration d'indicateurs de gouvernance familiale dans les scores ESG mérite d'être envisagée.

Pour les décideurs publics, nos résultats suggèrent que les politiques de soutien aux entreprises en crise pourraient être différenciées selon la structure d'actionnariat. Les EF, plus vulnérables à la pression du levier en crise, pourraient bénéficier de mécanismes de garantie spécifiques visant à préserver leur capacité de financement sans les exposer à un risque de surendettement durable.

Pour les dirigeants et actionnaires familiaux, l'analyse post-crise montre l'importance de maintenir des réserves de liquidité suffisantes en amont des crises, afin de réduire le recours à l'endettement contraint durant les phases de turbulence. La mise en place de plans de continuité d'activité et de gouvernance en temps de crise constitue un levier de résilience sous-exploité.

Ces conclusions enrichissent la littérature sur la gouvernance familiale dans les marchés émergents et confirment la pertinence de la théorie du capital socio-émotionnel pour comprendre la résilience des EF en crise.

7. Références

- Alsaqer, M., & Ali, D. (2025). The determinants of Organizational Resilience : A Systematic Review. *Journal of Reproducible Research*, 2, 186-198.
- Amann, B., & Jaussaud, J. (2012). Family and non-family business resilience in an economic downturn. *Asia Pacific Business Review*, 18(2), 203-223. <https://doi.org/10.1080/13602381.2010.537057>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Arregle, J.-L., Hitt, M. A., Sirmon, D. G., & Very, P. (2007). The Development of Organizational Social Capital : Attributes of Family Firms. *Journal of Management Studies*, 44(1), 73-95. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00665.x>
- Arrondo-García, R., Fernández-Méndez, C., & Menéndez-Requejo, S. (2016). The growth and performance of family businesses during the global financial crisis : The role of the generation in control. *Journal of Family Business Strategy*, 7(4), 227-237. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.11.003>
- Azzouzi, B., & Haoudi, A. (2020). Actionnariat familial et performance financière : Le cas Marocain. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 4(2). <https://www.revuecca.com/index.php/home/article/view/564>
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance : Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00273.x>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms : Conceptual Issues and Exploratory Evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 335-354. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2004.00049.x>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- Duchek, S. (2020). Organizational resilience: a capability-based conceptualization. *Business Research*, 13(1), 215-246. <https://doi.org/10.1007/s40685-019-0085-7>
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms : Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Holling, C. S. (1973). Resilience and Stability of Ecological Systems. *Annual Review of Ecology and Systematics*, 4, 1-23. <https://doi.org/10.1146/annurev.es.04.110173.000245>
- Huang, W., Chen, S., & Nguyen, L. T. (2020). Corporate Social Responsibility and Organizational Resilience to COVID-19 Crisis : An Empirical Study of Chinese Firms. *Sustainability*, 12(21), 8970. <https://doi.org/10.3390/su12218970>
- INSEAD. (2020, février 1). *The Institutionalization of Family Firms—Europe*. INSEAD. <https://www.insead.edu/faculty-research/publications/reports/institutionalization-family-firms-europe>

- Jarchow, S., Kaserer, C., & Keppler, H. (2023). Family firm resilience in times of crisis: Evidence from the German stock market, 1998–2018. *Journal of Family Business Strategy*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kim, Y., & Gao, F. Y. (2013). Does family involvement increase business performance? Family-longevity goals' moderating role in Chinese family firms. *Journal of Business Research, Thought leadership in brand management II*, 66(2), 265-274. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.08.018>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Miller, D., & Breton-Miller, I. L. (2005). *Managing for the Long Run : Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*. Harvard Business Press.
- Newsübersicht. (2025, mars 13). *Largest 500 family businesses amount to world's third largest economy*. CFB. <https://www.unisg.ch/en/newsdetail/news/largest-500-family-businesses-amount-to-worlds-third-largest-economy/>
- Oubenal, M. (2019). The Role of Finance and Banks in Moroccan Cronyism. In I. Diwan, A. Malik, I. Atiyas, I. Diwan, A. Malik, & I. Atiyas (Éds.), *Crony Capitalism in the Middle East : Business and Politics from Liberalization to the Arab Spring* (p. 0). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198799870.003.0012>
- Palmi, P., Morrone, D., Miglietta, P. P., & Fusco, G. (2018). How Did Organizational Resilience Work Before and after the Financial Crisis? An Empirical Study. *International Journal of Business and Management*, 13(10), p54. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v13n10p54>
- Salhi, Z., & Ouakil, H. (2026, avril 29). *Free Float and Stock Market Liquidity : Evidence from the Casablanca Stock Exchange*. ResearchGate. <https://doi.org/10.34874/PRSM.RPE.59037>
- Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish Stock Price Reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622-655. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing, Theories of Family Business*, 18(4), 473-490. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00054-5](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00054-5)
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency Relationships in Family Firms : Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Tajer, A., Benyaich, S., Majhed, H. E., & Rigat, S. M. (2022). Gouvernance interne et performance financière des PME familiales. *Revue Internationale des Sciences de Gestion*, 5(1). <https://www.revue-isg.com/index.php/home/article/view/882>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838. <https://doi.org/10.2307/1912934>
- Williams, T. A., Gruber, D. A., Sutcliffe, K. M., Shepherd, D. A., & Zhao, E. Y. (2017). Organizational Response to Adversity: Fusing Crisis Management and Resilience Research Streams. *Academy of Management Annals*, 11(2), 733-769. <https://doi.org/10.5465/annals.2015.0134>

- Zhou, H., He, F., & Wang, Y. (2017). Did family firms perform better during the financial crisis? New insights from the S&P 500 firms. *Global Finance Journal*, 33, 88-103. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.01.001>
- Zouitina, M., Haddad, M. Y. E., & Lachhab, M. (2023). Structure de propriété et performance des entreprises marocaines cotées en bourse de casablanca. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 7(3). <https://www.revuecca.com/index.php/home/article/view/970>