

## Chapitre 2

# Structure de propriété, relation d'agence, et performance financière

Gérard CHARREAUX

---

L'étude de la relation entre la performance des firmes et la structure de propriété constitue un thème privilégié et ancien de la littérature économique qui trouve notamment son origine dans l'œuvre de Berle et Means [1932] et la mise en évidence des problèmes suscités par la séparation des fonctions de propriété et de décision<sup>1</sup>. La reconnaissance de cette séparation a conduit notamment au développement des conceptions managériales de la firme selon lesquelles les dirigeants sont censés poursuivre d'autres objectifs que la maximisation de la valeur de marché du patrimoine des actionnaires [Baumol, 1959 ; Marris, 1964 ; Williamson, 1964 ; Galbraith, 1967] ; cette divergence impliquerait la rupture du lien entre la fonction sociale de la propriété privée et l'allocation optimale des ressources dans l'économie. Les réponses apportées par la théorie économique traditionnelle au courant managérial ont consisté à prétendre que les dirigeants sont soumis à des contraintes externes ou internes qui les obligent à gérer conformément à l'objectif traditionnel. Certains auteurs tels que Demsetz [1983] soutiennent même que la séparation propriété/décision conduit à une baisse des prélèvements des dirigeants et qu'il n'y a aucune raison de penser qu'une firme dont le capital est intégralement détenu par son dirigeant soit plus efficace qu'une société dont le capital est diffus.

Dans l'état actuel de la littérature, trois conceptions principales quant à la liaison entre la performance et la structure de propriété semblent s'affronter : la thèse de la «convergence des intérêts», la thèse de la neutralité et enfin la thèse de «l'enracinement»<sup>2</sup>. Selon la première thèse, soutenue initialement par Berle

---

1. On entend par fonction de décision, la fonction dévolue aux dirigeants. Nous réserverons le terme contrôle à la fonction de surveillance.

2. Morck, Shleifer et Vishny distinguent deux thèses, la thèse de la convergence d'intérêt *convergence-of-interest hypothesis* et la thèse de l'enracinement *entrenchment hypothesis*. Nous complétons leur typologie en mentionnant la

et Means et reprise notamment par Jensen et Meckling [1976], plus le pourcentage de capital détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur est faible. La thèse de la neutralité sous sa forme la plus pure est celle de Demsetz [1983], selon laquelle la structure de détention du capital constitue une réponse endogène du processus de maximisation du profit, fonction des caractéristiques d'exploitation de la firme et des pressions exercées par l'environnement (les marchés externes) ; autrement dit, toutes les structures sont équivalentes. Enfin, la thèse de l'enracinement, soutient au contraire que les dirigeants qui possèdent une majorité solide du capital, échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur. Des positions plus nuancées existent également. En particulier, celle de Fama et Jensen [1983] qu'on qualifiera de «neutralité atténuée» et sur laquelle nous reviendrons ; en s'appuyant sur l'argument de la sélection naturelle, ils concluent que les formes organisationnelles qui survivent à terme sont également efficaces ; cependant de par ce même argument, ils laissent la possibilité d'existence de structures de propriété inadaptées sur le court terme. Leur analyse dépasse en outre, la simple prise en compte de la structure de propriété/décision en intégrant également les éléments du système de contrôle des dirigeants. Enfin, Morck, Shleifer et Vishny [1988] à partir d'une étude empirique parviennent à la conclusion que selon la zone où se situe le pourcentage de capital détenu par le conseil d'administration, l'effet de convergence des intérêts l'emporte sur l'effet d'enracinement où inversement.

De nombreuses études empiriques ont été réalisées afin de tester l'hypothèse selon laquelle les structures de propriété et de décision auraient une influence sur la performance. On trouvera une synthèse déjà ancienne de ces études dans Lawriswsky [1984]. La plupart des études conformément à la thèse de Berle et Means, concluent à une performance supérieure pour les firmes gérées par leurs propriétaires <sup>3</sup>, mais la différence n'est pas le plus souvent statistiquement significative. Plus récemment, Demsetz et Lehn [1985] rejettent toute liaison entre la performance et la structure de propriété en étudiant la relation entre le taux de rentabilité comptable sur fonds propres et le taux de concentration du capital détenu par les principaux actionnaires <sup>4</sup>. Ce résultat confirme la thèse de la neutralité soutenue par Demsetz [1983]. Ce test et cette conclusion ont été critiqués par Morck, Shleifer et Vishny [1988]. Ces derniers, en ayant recours au Q de Tobin comme indicateur de performance, identifient une relation non linéaire entre la performance et le pourcentage de capital détenu par

---

thèse de la neutralité qu'on peut attribuer notamment à Demsetz [1983].

3. En France, une étude de Mourgues [1987] conclut à une performance économique des firmes contrôlées par leurs dirigeants, significativement supérieure, sur la base de critères comptables.

4. Le test de Demsetz et Lehn a été réalisé en considérant plusieurs variables de «contrôle», dont notamment une variable de taille et une variable de risque, fonction du schéma théorique élaboré où ces deux éléments sont censés affecter la structure de détention du capital.

le conseil d'administration, censé représenter le capital détenu par les dirigeants. Selon la zone de pourcentage du capital considérée, l'effet d'enracinement ou de convergence des intérêts domine. Enfin, Holderness et Sheehan [1988] en ayant également recours au Q de Tobin et au taux de rentabilité comptable des capitaux propres ne trouvent aucune différence significative de performance entre les firmes à capital diffus et celles dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire. Une distinction effectuée entre les sociétés dont l'actionnaire majoritaire est une autre firme et celles dont l'actionnaire majoritaire est un dirigeant, révèle une performance inférieure de ces dernières, mais de façon non significative. L'hypothèse d'enracinement serait donc rejetée.

La plupart des études empiriques précédentes sont critiquables sur les deux points fondamentaux suivants :

— une notion de la performance mal précisée théoriquement ou dont la mesure est inadéquate, notamment pour les études qui ont recours uniquement aux critères comptables ;

— une problématique de la liaison entre les structures de propriété et de décision et la performance qui est le plus souvent, insuffisamment approfondie.

Les objectifs de cette recherche sont premièrement, de reconduire les tests effectués par Demsetz et Lehn [1985], puis par Morck, Shleifer et Vishny, sur des données françaises<sup>5</sup> ; deuxièmement, de reposer le problème de la performance de la firme dans un cadre enrichi, fondé sur la théorie de l'agence et plus particulièrement, sur son application aux organisations, dans l'optique de Fama et Jensen ; enfin et troisièmement, d'effectuer un test du modèle explicatif de la performance ainsi proposé. Les conclusions obtenues sont nuancées. La performance considérée du point de vue des actionnaires conduit à conclure en faveur de la thèse de la neutralité des structures organisationnelles. *A contrario*, la performance évaluée sous l'angle plus général de la valeur de la firme, corrobore la thèse de la convergence des intérêts. La divergence entre les deux optiques confirme le rôle important de la décision de financement, comme moyen de gestion à part entière de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants.

## **1. Le cadre d'analyse de la liaison structure de propriété/performance**

Le modèle que nous proposons s'appuie principalement sur deux réflexions théoriques indépendantes, celle de Lawriwsky, proche de la démarche managériale et celle de Fama [1980] et Fama et Jensen [1983 a et b], qui ont récemment jeté les bases d'une conception des organisations plus élaborée en s'appuyant sur la théorie de l'agence.

La recherche de Lawriwsky participe initialement de la démarche managériale, mais l'enrichit très substantiellement en s'interrogeant sur

---

5. Les données utilisées sont décrites dans l'annexe 2.2.

l'efficacité et le mode d'action des différentes contraintes auxquelles sont soumis les dirigeants des firmes. Pour cet auteur, ce n'est pas la séparation de la propriété et de la décision qui est importante, mais plutôt l'arbitrage qui se produit entre les systèmes d'incitation et les contraintes de marché. Son modèle se fonde sur l'approche traditionnelle : structure du marché-type de gestion-performance, mais s'en éloigne dans la mesure où il n'y a pas comme seule variable déterminante, la structure du marché. Les dirigeants sont également soumis aux systèmes de discipline constitués par le marché boursier (dont les OPA) et l'organisation interne de la firme (type de propriété, système d'intéressement...).

À partir de ces prémisses, Lawriwsky établit une distinction entre les firmes managériales<sup>6</sup>, les firmes à contrôle privé, et les firmes contrôlées par une autre firme. Chacun des types de firme obéit à un modèle comportemental spécifique, les arbitrages réalisés entre les divers systèmes étant différents. Après avoir procédé à des tests sur un échantillon de firmes australiennes, il conclut que l'organisation interne et les contraintes externes sont des déterminants importants de la performance de la firme et que la distinction entre les types de propriété n'est pertinente que dans la mesure où elle est associée à un ensemble particulier d'incitations et de contraintes pesant sur les dirigeants. En matière de performance, dans la traditionnelle confrontation entre firmes managériales et firmes contrôlées par leurs dirigeants, sa conclusion est que ces dernières sont moins performantes, ce qu'il justifie en s'appuyant sur la thèse de l'enracinement. Cependant, les mesures de performance qu'il utilise sont pour la plupart contestables.

La théorie des organisations<sup>7</sup> présentée par Fama et Jensen considère les organisations comme des ensembles de contrats et s'appuie sur le principe de sélection naturelle. Les formes organisationnelles qui survivent sont censées être celles qui permettent de minimiser les coûts d'agence. Ces coûts sont associés à la relation d'agence qui lie les actionnaires et les dirigeants, mais également à toutes les relations contractuelles où intervient la firme : contrats avec le personnel, avec les fournisseurs, les banquiers... La relation d'agence principale régit les relations entre dirigeants et actionnaires. Elle est soumise à un système de contrôle qui comprend des composantes externes et internes. Sur le plan externe, on distingue le marché des biens et services, le marché des cadres dirigeants et le marché financier. Le système de contrôle interne comprend la hiérarchie, la surveillance mutuelle et le conseil d'administration<sup>8</sup>.

---

6. Les firmes managériales pour Lawriwsky sont les firmes dont moins de 10% du capital est détenu par les dirigeants. Ce seuil est fréquemment retenu. Précisons cependant que selon les études, ce seuil varie.

7. On trouvera une synthèse décrivant cette théorie dans Charreaux et al. [1987].

8. Sur le rôle du conseil d'administration comme système de contrôle, on consultera Charreaux et Pitol-Belin [1985 a et b].

L'analyse des arbitrages entre les avantages et les inconvénients liés à la séparation des fonctions de propriété et de décision conduit Fama et Jensen à énoncer deux propositions fondamentales :

— la séparation des fonctions de propriété (assomption du risque) et de décision induit des processus de décision où il y a séparation des fonctions de décision et de contrôle. En d'autres termes, pour qu'une organisation soit viable, si les dirigeants ne sont pas les propriétaires, il faut qu'il y ait un organe indépendant chargé de contrôler les dirigeants ;

— la réunion des fonctions de décision et de contrôle entre les mains d'un nombre limité d'agents conduit à une concentration des titres de propriété chez ces mêmes agents. Il y a normalement séparation décision/contrôle dans les organisations ouvertes (forte diffusion des titres) et concentration dans les organisations fermées (faible diffusion). Le type même de l'organisation ouverte est la société managériale où les dirigeants ne détiennent pas une part significative des titres.

L'intérêt de la théorie de Fama et Jensen est de proposer une typologie des organisations et d'expliquer l'origine et la coexistence des différentes formes organisationnelles. Elle s'appuie sur une vision interactive du comportement des firmes. Les contrats qui définissent l'accomplissement des fonctions de propriété, de décision et de contrôle évoluent en fonction de l'environnement, de la nature de l'activité et de la complexité organisationnelle. On retrouve dans cette théorie, l'ensemble des variables proposées par Lawriwsky, dans un cadre plus élaboré. Toute forme organisationnelle apparaît comme une modalité particulière, permettant de gérer les relations d'agence. À un moment donné, la structure d'une organisation représente un équilibre qui résulte des pressions concurrentielles qui s'exercent sur les différents marchés externes, mais également des arrangements internes. Cet équilibre évolue en fonction des modifications sur les marchés, mais également des variations qui surviennent dans l'environnement juridique, économique et technologique, au sens le plus large. La thèse de Fama et Jensen rejoint donc celle de la neutralité, toutefois elle n'exclut pas l'existence transitoire de structures inadaptées. Il est d'ailleurs possible de justifier celles-ci par les coûts d'adaptation des différentes structures de propriété/décision. Lorsqu'on considère le succès du second marché en France, on réalise combien les coûts d'adaptation peuvent freiner l'évolution des structures des sociétés.

L'analyse de Fama et Jensen reste toutefois incomplète dans la mesure où ils ne considèrent que deux formes organisationnelles extrêmes, les organisations avec séparation propriété-décision et les organisations sans séparation propriété-décision. Lorsqu'on analyse les sociétés cotées françaises, cette distinction permet de retrouver l'opposition sociétés managériales, sociétés familiales. En fait, l'analyse empirique de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants permet d'identifier une troisième catégorie (déjà spécifiée par Lawriwsky et entrevue par Holderness et Sheehan), celle des sociétés contrôlées, ainsi que le mettent en évidence Charreaux et Pitol-Belin [1985 a et b]. Dans les sociétés managériales, aucun dirigeant ne détient une

part significative du capital ; il y a dissociation quasi-complète des organes chargés d'accomplir les fonctions de propriété et de décision. Dans les sociétés familiales, une famille détient la majeure partie du capital et nomme un de ses membres pour diriger l'entreprise. Les séparations propriété-décision et propriété-contrôle deviennent alors très atténuées, même si une partie du capital est détenue par le public. Enfin, dans les sociétés contrôlées, le capital est concentré ; les représentants de la firme (ou des firmes) qui contrôle, dominent le conseil d'administration et nomment les dirigeants. Il y a au sens strict, séparation propriété-décision car les dirigeants nommés ne sont pas personnellement propriétaires du capital et il y a bien relation d'agence. Inversement, au sens large, compte tenu de la dépendance des dirigeants vis-à-vis des actionnaires principaux, la séparation propriété-décision est beaucoup moins prononcée. La pertinence de cette typologie s'avère fondée empiriquement.

Cette typologie sera utilisée pour étudier l'influence de la structure de propriété sur la performance. Il nous semble plus cohérent dans la perspective de la théorie de l'agence de partir d'une typologie fondée sur l'élément central de la théorie, à savoir la relation d'agence entre dirigeants et actionnaires, plutôt que de centrer l'analyse sur le pourcentage de capital détenu par les dirigeants (ou le conseil d'administration) tel que le font par exemple Morck, Shleifer et Vishny <sup>9</sup>. Cette problématique permet en outre d'éviter de considérer globalement la liaison performance/structure de propriété comme le font Demsetz et Lehn. Enfin, elle permet de prendre en compte d'autres éléments organisationnels que le seul pourcentage de capital détenu par les dirigeants ou la diffusion du capital. En fait, ce que nous cherchons à tester, c'est l'incidence de la gestion organisationnelle de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants sur la performance, plutôt que celle de la seule structure de propriété.

## **2. Notion et mesures de performance**

L'inventaire des études réalisées sur la liaison structure de propriété/performance fait apparaître une grande diversité des indicateurs de performance retenus (taux de rentabilité, taux de croissance, taux de marge...) et finalement une grande confusion quant au contenu même de la notion de

---

9. La démarche de Morck, Shleifer et Vishny a en outre l'inconvénient ainsi que le soulignent Jensen et Warner [1988] de considérer la structure de propriété comme une variable exogène, ce qui conduit à ne pas s'interroger sur les déterminants de cette structure. En outre, le sens de la causalité peut être inversé. Il est en effet possible que, par exemple, les firmes qui détiennent des montants importants d'actifs incorporels, et pour lesquels le ratio Q est élevé, aient besoin pour maximiser leur valeur d'un pourcentage de capital détenu par les dirigeants plus important. Dans ce cas, on constate une corrélation positive entre le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et le Q de Tobin, mais c'est le niveau de la performance qui conditionne la structure de propriété et non l'inverse.

performance. Trois points méritent d'être développés succinctement, afin de montrer la complexité du choix d'une mesure de performance : la pertinence du critère de maximisation de la valeur, le conflit «maximisation de la valeur des fonds propres/maximisation de la valeur de la firme», le problème des mesures *ex post* et *ex ante*.

### **2.1. Critère de maximisation de la valeur et type d'organisation**

Fama et Jensen [1985] ont étudié de façon théorique, l'incidence de la forme organisationnelle sur les règles de décision d'investissement. Dans les sociétés ouvertes qui correspondent aux sociétés managériales, ils concluent à la validité de la règle de maximisation de la valeur, en raison du caractère non contraint des actions qui sont librement négociables et en supposant que les marchés financiers sont efficaces. Dans le cas des entreprises individuelles et des sociétés fermées où les titres de propriété appartiennent aux dirigeants, le choix des investissements ne se ferait pas en fonction du critère de maximisation de la valeur. Les conclusions obtenues reposent sur l'hypothèse que les dirigeants des sociétés fermées n'investissent pas à titre personnel sur le marché financier externe. Par ailleurs, l'abandon du critère de maximisation de la valeur par ce type de société conduirait à un sous-investissement dont les causes résident dans la non-optimalité de la diversification du portefeuille des dirigeants-entrepreneurs et dans le caractère difficilement transférable des titres de propriété.

Compte tenu des hypothèses posées par Fama et Jensen [1985], on peut penser que les sociétés cotées, même si elles ne relèvent pas de la forme managériale, doivent se conformer à la règle de maximisation de la valeur de marché. En particulier, on retiendra cette règle comme référence pour les sociétés contrôlées, même si on peut s'interroger sur sa pertinence, dans la mesure où une performance inférieure dans ce type de firme, pourrait résulter par exemple de transferts réalisés au profit des firmes qui contrôlent. Une telle conclusion cependant, nous semble à écarter, car si ce type de firme présentait systématiquement une performance inférieure, aucun actionnaire autre que les actionnaires dominants ne devrait participer au capital. Toutefois, si une performance économique inférieure caractérisait ce type de firme, elle pourrait trouver son origine dans les liens existants avec les firmes qui exercent le contrôle.

### **2.2. Valeur des fonds propres ou valeur de la firme**

Dans la perspective de la théorie financière, deux optiques peuvent être traditionnellement défendues pour appréhender la notion de maximisation de la valeur de marché : celle de maximisation de la valeur des fonds propres (ou de la rentabilité des fonds propres) et celle de maximisation de la valeur globale de

la firme (ou de la rentabilité économique), avec d'ailleurs sous certaines conditions, une convergence des deux optiques.

La première optique est la plus répandue en théorie financière. Elle conduit à apprécier la performance du point de vue des actionnaires. Il s'agit également d'un choix apparemment logique, car l'étude des formes de propriété se fait le plus souvent, relativement à une situation de référence qui est celle où le dirigeant est le propriétaire unique du capital, auquel cas il n'y a pas divergence entre les intérêts des dirigeants et des actionnaires<sup>10</sup>. La construction des différents indicateurs doit se faire en fonction des valeurs de marché des capitaux et non des valeurs comptables qui ne peuvent constituer au mieux que des approximations. La mesure pour être pertinente doit être ajustée pour le risque. Cette approche peut conduire à retenir des mesures de performance du type de celles qui sont issues de la théorie du portefeuille (mesures de Sharpe, Treynor, Jensen) ou tout simplement, le taux de rentabilité des fonds propres évalué à partir des valeurs de marché qui, cependant, doit être interprété en fonction du risque encouru.

La seconde optique consiste à retenir comme critère de référence, la maximisation de la valeur globale de la firme, autrement dit la rentabilité économique. Elle diffère du point de vue précédent à deux égards. Premièrement, pour une même valeur de la firme, la répartition peut se faire en faveur des créanciers, au détriment des actionnaires ou vice-versa. Une telle éventualité est tout à fait possible et a notamment été soulevée par Fama et Miller [1972] et Fama [1978]. Deuxièmement, la structure de propriété ou la structure de financement peuvent avoir une incidence considérée le plus souvent comme négative, sur la valeur de la firme. Il n'y a plus séparation des décisions d'investissement et de financement. Ainsi, Jensen et Meckling [1976], ainsi que Galaï et Masulis [1976] ont démontré en s'appuyant sur la théorie des options, que les actionnaires pouvaient avoir intérêt à entreprendre les investissements les plus risqués, même si ces derniers entraient en conflit avec l'objectif de maximisation de la valeur de la firme<sup>11</sup>. Cependant, en cas de contradiction des objectifs, Fama [1978] précise, sous certaines hypothèses, que seul ce dernier objectif est compatible avec un équilibre stable et que la pression du marché financier incite les firmes à le choisir. Dans la perspective stricte du contrôle des dirigeants par les actionnaires, l'objectif de maximisation de la valeur des fonds propres devrait primer, mais on peut penser qu'en cas de

---

10. On suppose implicitement dans ce cas la validité de l'hypothèse de convergence des intérêts.

11. On trouvera une présentation résumée de ces modèles dans Jacquillat et Levasseur [1984]. Le fondement de la démonstration s'appuie sur l'analogie proposée par Black et Scholes [1973] qui considèrent les capitaux propres comme une option d'achat sur les actifs de la firme. Comme la valeur d'une option est d'autant plus élevée que sa volatilité est forte, il en résulte que les actionnaires ont intérêt à choisir les investissements les plus risqués, même si par ailleurs, il peut en résulter une perte globale de valeur pour la firme. Dans ce cas de figure, il y a transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires.



contradiction des objectifs la maximisation de la valeur de marché de la firme se révèle préférable sur le long terme, en particulier du point de vue du bien-être collectif. Les indicateurs qui peuvent être construits pour apprécier la performance selon cette dernière approche doivent, de toute évidence, faire intervenir également les valeurs de marché et non les valeurs comptables. L'interprétation de taux de rentabilité économique nécessite en outre un ajustement pour le risque économique.

### 2.3. Mesures de performance ex post ou ex ante

Indépendamment de la distinction des objectifs, valeur des fonds propres ou valeur globale de la firme, une autre séparation peut être introduite entre indicateurs de performance *ex post* et *ex ante*. Les mesures évoquées précédemment ont un caractère *ex post*, car les taux de rentabilité sont mesurés *a posteriori*. Il est également possible de définir des indicateurs exprimant la performance *ex ante*. Ainsi, le ratio de Marris (Capitalisation boursière/Capitaux propre comptables) ou le Q de Tobin (Valeur de marché de la firme/Valeur comptable de l'actif économique) constituent des mesures *ex ante* s'ils sont évalués à partir de la valeur de marché de la firme constatée actuellement. Cette valeur est fonction des anticipations, notamment de croissance et de rentabilité<sup>12</sup> et le Q de Tobin ainsi que le ratio de Marris, reflètent une performance attendue.

Il peut y avoir des écarts assez sensibles entre les indicateurs de performance *ex post* et *ex ante*. Bien entendu, la valeur de marché est déterminée en intégrant l'incidence prévisionnelle des coûts d'agence et des structures organisationnelles. En conséquence, les indicateurs de performance *ex ante* prennent en compte ces mêmes éléments. Par opposition, les indicateurs de performance *ex post* considèrent également les coûts *ex post* décrits par Williamson [1988], liés notamment à la résolution *a posteriori* des conflits d'intérêts<sup>13</sup>. Pour Williamson, cette prise en compte des coûts *ex post* constitue une des spécificités de la théorie des coûts de transaction par opposition à la théorie de l'agence *stricto-sensu*. Il est donc tout à fait possible que certaines structures organisationnelles équivalentes ou dominées, en tenant compte exclusivement des coûts d'agence *ex ante*, se révèlent plus efficaces lorsqu'on considère les coûts *ex post* de résolution des conflits, ce qui ne peut s'apprécier que sur plusieurs périodes et avec des indicateurs *ex post*.

---

12. Cf. Bessis [1987 a et b] pour une analyse des déterminants du Q de Tobin. Le lien entre les indicateurs traditionnels de mesure de la performance, établis sous forme de taux de rentabilité et le Q de Tobin n'est pas évident. L'importance de la croissance comme déterminant du Q de Tobin laisse à penser que cet indicateur comporte un biais par rapport à la mesure traditionnelle de la performance.

13. Lire également Fama [1980] pour une distinction des mécanismes *ex ante* et *ex post*, permettant de contrôler les dirigeants.

#### 2.4. Les différentes mesures de performance

Pour la suite de l'étude, on retiendra les mesures de performance suivantes (décrites en annexe 1) :

— rentabilité des fonds propres : mesure de Sharpe <sup>14</sup> (variable Sharpe *ex post*), taux de rentabilité des fonds propres évalué à partir des valeurs de marché (variable RCPM *ex post*), taux de rentabilité des fonds propres évalué à partir des valeurs comptables (variable RCPC *ex post*), ratio de Marris (variable Marris *ex ante*) ;

— rentabilité économique : Q de Tobin (variable Q *ex ante*), taux de rentabilité économique (évalué à partir des valeurs comptables, variable RECO *ex post*)

Deux mesures comptables ont été retenues à des fins de comparaison avec la majorité des études existantes. Aucune mesure de la rentabilité économique *ex post*, fondée sur les valeurs de marché n'a pu être pratiquée, compte tenu des données disponibles. La matrice des corrélations entre ces différentes mesures est donnée dans le Tableau 2.1. Les différences peuvent être sensibles et contribuent à expliquer les conclusions divergentes entre les études réalisées.

**Tableau 2.1.** — Coefficients de corrélation entre les différentes variables de performance

Indicateur	Coeff.	Sharpe	RCPM	RCPC	Q	Marris	RECO
Sharpe	Pearson		0,714	0,516	0,281	0,201	0,428
	Kendall		0,552	0,407	0,133	0,228	0,301
RCPM	Pearson	95		0,542	0,208	0,052	0,328
	Kendall			0,377	0,093	0,175	0,247
RCPC	Pearson	76	76		0,589	0,333	0,767
	Kendall				0,321	0,445	0,572
Q	Pearson	92	92	80		0,821	0,516
	Kendall					0,651	0,176
Marris	Pearson	95	95	83	100		0,406
	Kendall						0,260
RECO	Pearson	82	82	72	85	89	
	Kendall						

Remarque: les chiffres situés en dessous de la diagonale représentent le nombre d'observations

14. L'indice de Sharpe a été retenu de préférence aux indices de Jensen et de Treynor plus fondés théoriquement, en raison des problèmes liés à l'estimation du coefficient bêta. Précisons, cependant, que la corrélation entre ces trois types d'indices est souvent élevée.

### 3. Un réexamen des tests de Demsetz et Lehn et de Morck, Shleifer et Vishny

Deux types de tests proches de ceux réalisés par Demsetz et Lehn, puis par Morck, Shleifer et Vishny, ont été effectués sur un échantillon de firmes françaises afin d'apprécier la validité de leurs conclusions.

#### 3.1. *Un test du type de Demsetz et Lehn sur données françaises*

Demsetz et Lehn, afin d'évaluer l'incidence de la séparation propriété/décision sur la performance, effectuent une régression du taux de rentabilité des capitaux propres mesuré comptablement sur un indicateur de diffusion du capital. Ils justifient ce choix de préférence au taux de rentabilité des fonds propres mesuré à partir des valeurs de marché, car ce dernier est censé prendre en compte les divergences d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires. Un tel choix est cependant très critiquable. D'une part, le taux de rentabilité comptable ne possède aucune justification théorique. D'autre part, le fait que la valeur de marché intègre l'incidence des conflits d'intérêt ne nous paraît pas impliquer la disqualification de ce critère ; au contraire, s'il y a neutralité de la structure de propriété/décision, elle doit se traduire dans un indicateur de performance fondé sur la valeur de marché. Différentes variables de contrôle au sens statistique, permettent, notamment, de neutraliser l'effet de la taille et de l'instabilité de l'environnement. Demsetz et Lehn justifient théoriquement l'introduction de ces variables, car l'efficacité du contrôle des actionnaires par les dirigeants leur paraît dépendre de la taille de la firme. Plus la firme est importante, plus la proportion de capital nécessaire pour la contrôler est faible. Enfin, un environnement stable faciliterait la tâche de contrôle.

Le test que nous avons effectué reprend tout d'abord une démarche très proche de celle de Demsetz et Lehn en l'élargissant aux différentes mesures de performance. La concentration du capital a été mesurée en considérant le pourcentage de capital détenu par les actionnaires connus <sup>15</sup> (variable PCCAC). Comme nous pensons que le coefficient de diffusion du capital n'est pas la variable la plus pertinente pour rendre compte de la séparation propriété/décision, nous lui avons substitué successivement deux autres indicateurs : premièrement, et de façon proche de Morck, Shleifer et Vishny, le

---

15. Une transformation logistique similaire à celle pratiquée par Demsetz et Lehn a alors été appliquée à cette variable, à savoir  $\log [\text{Pourcentage détenu} / (100 - \text{Pourcentage détenu})]$ . Par ailleurs, les tests ont été également conduits avec le pourcentage détenu par les deux principaux actionnaires, sans qu'aucune différence significative n'ait été obtenue.

pourcentage du capital représenté par les administrateurs (variable PCAAD) ; deuxièmement, le pourcentage du capital représenté par les dirigeants (variable PCADI). Le capital représenté s'oppose au capital détenu, car il comprend également le capital détenu par les actionnaires appartenant à la famille des dirigeants, ainsi que le capital des actionnaires dont les dirigeants sont les représentants directs dans les sociétés contrôlées. Cette dernière variable nous semble plus adéquate pour rendre compte de la séparation propriété/décision ; la variable liée au pourcentage de capital représenté par les administrateurs fait davantage référence à la séparation propriété/contrôle. La taille mesurée par  $\log(\text{Actif})$  au sens *pool* de fonds (variable ACTIF) et le risque ont été introduits comme variables de contrôle au sens statistique. Les mesures de risque utilisées ont été l'écart-type du taux de rentabilité des fonds propres (variable ETRCP) pour les indicateurs de rentabilité sur fonds propres et le coefficient de variation de l'EBE, pour le risque économique (variable CVEBE), pour les mesures de rentabilité économique. Aucune variable de risque n'a été considérée dans le cas de la mesure de Sharpe puisque cette mesure est elle-même ajustée pour le risque<sup>16</sup>. Enfin, et uniquement pour le pourcentage de capital représenté par les dirigeants, nous avons testé l'incidence sectorielle sur la performance<sup>17</sup>.

Les résultats font apparaître, quels que soient l'indicateur de performance retenu et la variable représentant la séparation propriété/décision, un rejet au seuil de 5%, de la liaison entre la performance et la structure de propriété<sup>18</sup>. L'influence sectorielle n'est globalement significative (au seuil de 5%) que pour la mesure de Sharpe et le Q de Tobin ; cependant la conclusion générale quant à la neutralité de la structure de propriété, reste identique. Ces résultats confirment la thèse de Demsetz et Lehn. Par ailleurs, la taille n'apparaît être un élément significatif que dans le cas de la mesure de Sharpe ; elle influe le plus souvent négativement la performance. Enfin, il y a le plus souvent, conformément à la théorie, une relation positive et significative entre le risque et la performance. On remarquera que les signes des variables de séparation propriété/décision sont le plus souvent négatifs pour les mesures de

---

16. En fait, le Q de Tobin et le ratio de Marris sont implicitement ajustés pour le risque, puisque les valeurs de marché à partir desquels ils sont calculés, tiennent compte des primes de risque demandées par les investisseurs. Nous avons cependant introduit le risque comme variable de contrôle, à l'instar d'études similaires.

17. La classification sectorielle utilisée a été celle de la Compagnie des agents de change. Les résultats sont à considérer avec prudence en raison du faible effectif de sociétés dans certains secteurs et d'éventuels phénomènes de multicolinéarité. Par ailleurs, compte tenu du caractère flou de la classification sectorielle et des facteurs qu'elle est censée prendre en compte (nature des actifs, incertitude de l'environnement...), nous pensons qu'il est préférable de ne pas y recourir systématiquement.

18. Au seuil de 10%, une liaison négative apparaît entre l'indice de Sharpe, le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs de marché et le pourcentage de capital représenté par les administrateurs.

performance *ex post*, et positifs pour les mesures *ex ante*, ce qui tendrait à corroborer la thèse de Williamson.

**Tableau 2.2.** — *Tests de l'incidence de la séparation propriété/décision sur la performance*

---

La variable dépendante est la mesure de Sharpe

(1) Sharpe = Cte - 382,4 PCAC - 699,1 ACTIF  
(1,1) (2,5)b  
 $R^2 = 0,065$  ;  $R^2$  ajusté = 0,045 ; N = 94 ; F = 3,17b

(2) Sharpe = Cte - 33,1 PCAAD - 728,6 ACTIF  
(1,7)c (2,7)a  
 $R^2 = 0,081$  ;  $R^2$  ajusté = 0,06 ; N = 93 ; F = 3,94b

(3) Sharpe = Cte - 19,2 PCADI - 679,9 ACTIF  
(1,1) (2,5)b  
 $R^2 = 0,064$  ;  $R^2$  ajusté = 0,043 ; N = 93 ; F = 3,08c

(4) Sharpe = Cte - 23,9 PCADI - 771,3 ACTIF + Variables sectorielles  
(1,3) (2,9)a  
 $R^2 = 0,259$  ;  $R^2$  ajusté = 0,168 ; N = 93 ; F = 2,86a

---

La variable dépendante est le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs de marché

(1) RCPM = Cte - 119,1 PCAC - 150,2 ACTIF + 0,123 ETRCP  
(0,9) (1,4) (2,6)a  
 $R^2 = 0,099$  ;  $R^2$  ajusté = 0,069 ; N = 94 ; F = 3,3b

(2) RCPM = Cte - 12,6 PCAAD - 174,3 ACTIF + 0,122 ETRCP  
(1,7)c (1,7)c (2,6)a  
 $R^2 = 0,122$  ;  $R^2$  ajusté = 0,092 ; N = 93 ; F = 4,11a

(3) RCPM = Cte - 5,9 PCADI - 148,8 ACTIF + 0,122 ETRCP  
(0,9) (1,5) (2,5)b  
 $R^2 = 0,1$  ;  $R^2$  ajusté = 0,07 ; N = 93 ; F = 3,31b

(4) RCPM = Cte - 4,1 PCADI - 167,2 ACTIF + 0,099 ETRCP + Variables sectorielles  
(0,6) (1,6) (1,8)c  
 $R^2 = 0,168$  ;  $R^2$  ajusté = 0,055 ; N = 93 ; F = 1,48

---

La variable dépendante est le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs comptables

(1) RCPC = Cte - 2,27 PCAC - 1,08 ACTIF + 0,002 ETRCP  
(1,6) (1) (3,9)a  
 $R^2 = 0,228$  ;  $R^2$  ajusté = 0,195 ; N = 75 ; F = 6,99a

(2) RCPC = Cte - 0,087 PCAAD - 0,915 ACTIF + 0,002 ETRCP  
(1,2) (0,8) (3,9)a  
 $R^2 = 0,217$  ;  $R^2$  ajusté = 0,184 ; N = 74 ; F = 6,47a

(3) RCPC = Cte + 0,042 PCADI - 0,432 ACTIF + 0,002 ETRCP  
(0,7) (0,4) (3,9)a  
 $R^2 = 0,205$  ;  $R^2$  ajusté = 0,171 ; N = 74 ; F = 6,02a

(4) RCPC = Cte + 0,070 PCADI - 0,471 ACTIF + 0,002 ETRCP + Variables sectorielles  
(1) (0,4) (3,3)a  
 $R^2 = 0,260$  ;  $R^2$  ajusté = 0,129 ; N = 74 ; F = 1,98b

---

La variable dépendante est le ratio de Marris

(1) Marris = Cte + 2,2 PCAC - 2,1 ACTIF + 0,011 ETRCP  
(0,2) (0,3) (3,2)a  
 $R^2 = 0,107$  ;  $R^2$  ajusté = 0,077 ; N = 94 ; F = 3,58b

(2) Marris = Cte + 0,622 PCAAD + 0,153 ACTIF + 0,011 ETRCP  
(1,2) (0) (3,2)a  
 $R^2 = 0,119$  ;  $R^2$  ajusté = 0,089 ; N = 93 ; F = 4a

(3) Marris = Cte + 0,103 PCADI - 2,07 ACTIF + 0,011 ETRCP  
(0,2) (0,3) (3,2)a  
 $R^2 = 0,106$  ;  $R^2$  ajusté = 0,076 ; N = 93 ; F = 3,52b

(4) Marris = Cte - 0,082 PCADI - 2,11 ACTIF + 0,010 ETRCP + Variables sectorielles  
(0,2) (0,3) (2,5)b  
 $R^2 = 0,205$  ;  $R^2$  ajusté = 0,097 ; N = 93 ; F = 1,90c

---

La variable dépendante est le ratio Q de Tobin

$$(1) Q = Cte - 2,76 PCAC - 4,87 ACTIF + 0,063 CVEBE$$

$$(0,6) \quad (1,3) \quad (2,2)b$$

$$R^2 = 0,077 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,043 ; N = 85 ; F = 2,26c$$

$$(2) Q = Cte + 0,298 PCAAD - 2,45 ACTIF + 0,063 CVEBE$$

$$(1,2) \quad (0,7) \quad (2,3)b$$

$$R^2 = 0,09 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,056 ; N = 85 ; F = 2,67c$$

$$(3) Q = Cte + 0,278 PCADI - 2,42 ACTIF + 0,066 CVEBE$$

$$(1,4) \quad (0,7) \quad (2,3)b$$

$$R^2 = 0,093 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,06 ; N = 85 ; F = 2,78b$$

$$(4) Q = Cte + 0,239 PCADI - 1,1 ACTIF + 0,052 CVEBE + \text{Variables sectorielles}$$

$$(1,1) \quad (0,3) \quad (2)b$$

$$R^2 = 0,333 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,232 ; N = 85 ; F = 3,31a$$

La variable dépendante est le ratio de rentabilité économique (mesure comptable)

$$(1) RECO = Cte - 10,91 PCAC - 16,34 ACTIF - 0,088 CVEBE$$

$$(1,2) \quad (2,2)b \quad (1,5)$$

$$R^2 = 0,08 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,047 ; N = 89 ; F = 2,46c$$

$$(2) RECO = Cte + 0,305 PCAAD - 11,34 ACTIF - 0,091 CVEBE$$

$$(0,6) \quad (1,5) \quad (1,6)$$

$$R^2 = 0,068 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,035 ; N = 89 ; F = 2,05$$

$$(3) RECO = Cte + 0,535 PCADI - 9,63 ACTIF + 0,084 CVEBE$$

$$(1,3) \quad (1,3) \quad (1,4)$$

$$R^2 = 0,08 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,049 ; N = 89 ; F = 2,50c$$

$$(4) RECO = Cte + 0,605 PCADI - 8,76 ACTIF - 0,077 CVEBE + \text{Variables sectorielles}$$

$$(1,3) \quad (1,1) \quad (1,2)$$

$$R^2 = 0,157 ; R^2 \text{ ajusté} = 0,036 ; N = 89 ; F = 1,3$$

Note : Les t de Student sont entre parenthèses ; a significatif au seuil de 1% ; b significatif au seuil de 5% ; c significatif au seuil de 10%

### 3.2. *Un test de la linéarité de la relation entre la performance et la structure de propriété*

Morck, Shleifer et Vishny ont critiqué la conclusion obtenue par Demsetz et Lehn en arguant que la relation entre la performance mesurée par le Q de Tobin et la structure de propriété n'était pas linéaire. En adoptant deux seuils critiques 5% et 25%, pour le pourcentage de capital détenu par le conseil d'administration, ils démontrent le caractère non linéaire de la relation. La justification théorique des deux seuils est faible, elle s'appuie sur la réglementation de la SEC qui rend obligatoire la publicité légale pour les participations supérieures à 5% et sur l'argument de Weston, selon lequel, au delà de 20-30%, une prise de contrôle inamicale ne peut réussir. Leurs résultats indiquent une relation positive entre la performance et le pourcentage détenu dans la zone 0-5%, négative dans la zone 5-25% et positive dans la zone située au delà de 25%. La relation n'est pas significative au seuil de 5% pour la troisième zone. Ils concluent de ces résultats que jusqu'à 5%, la convergence des intérêts prédomine ; de 5% à 25%, l'effet d'enracinement l'emporte ; enfin, au-delà de 25%, l'effet d'enracinement est de nouveau dominé par la convergence des intérêts ce qui peut apparaître surprenant. Précisons également que les résultats obtenus sont beaucoup moins significatifs avec un autre indicateur de performance, le taux de profit (*Cash-flow* net ajusté pour l'inflation/valeur de remplacement des actifs corporels) auquel ils ont recours.

Compte tenu de la répartition du capital dans les sociétés françaises, l'utilisation des seuils américains est inapplicable. Nous avons retenu les

seuils de 30% et de 50% pour le pourcentage de capital représenté par le conseil d'administration et de 20% et 50%, pour le pourcentage représenté par les dirigeants. Dans le premier cas, la justification théorique (également faible) de ces valeurs est qu'elles correspondent (approximativement) aux seuils légaux de minorité de blocage et de majorité. Dans le second cas, nous avons retenu de façon arbitraire, en fonction de la répartition statistique du critère, un premier seuil de 20%. Les variables de contrôle <sup>19</sup> sont la taille et le risque comme précédemment. L'incidence sectorielle ainsi que celle de la structure de financement ont également été testées.

Les résultats obtenus pour le pourcentage représenté par les administrateurs (variable proche de celle retenue par Morck, Shleifer et Vishny) font apparaître une relation négative, significative au seuil de 5% dans la zone située au delà de 50%, uniquement pour le critère de Sharpe et pour le taux de rentabilité des fonds propres mesuré à partir des valeurs de marché. Un tel résultat serait en faveur de l'hypothèse de l'enracinement, puisqu'il semblerait impliquer qu'au delà de 50% (majorité absolue), la gestion se ferait aux dépens de l'intérêt des actionnaires. Dans les autres zones, la liaison n'est pas significative et le signe du coefficient varie avec la mesure considérée. Pour les autres indicateurs de rentabilité des fonds propres, les relations ne sont pas significatives, les signes des coefficients varient mais restent homogènes pour une même mesure.

L'étude de la relation pour le Q de Tobin (variable de performance retenue par Morck, Shleifer et Vishny) ne fait apparaître aucune liaison significative. Les signes des coefficients varient selon les zones considérées. En particulier, ils sont positifs pour les première et troisième zones et négatifs pour la zone intermédiaire. Rappelons que dans la relation générale, le coefficient était globalement négatif. Il y a donc une présomption de non-linéarité, mais les résultats ne sont pas significatifs. La comparaison avec l'étude réalisée sur les firmes américaines est difficile, en raison de l'absence de recoupement des zones. Toutefois, il apparaît que l'hypothèse de non-linéarité ne peut être acceptée.

L'analyse des résultats pour le second indicateur de séparation propriété/décision qui nous paraît plus pertinent, ne fait apparaître aucune relation significative. Les signes des coefficients diffèrent dans certains cas des signes identifiés pour le premier indicateur. Dans l'ensemble, les résultats corroborent l'hypothèse de neutralité. Ces résultats restent identiques lorsqu'on considère l'incidence sectorielle et celle de l'endettement.

---

19. L'incidence des variables de contrôle telles que, par exemple, les dépenses en recherche et développement et les dépenses de publicité qui avaient été intégrées par Morck, Shleifer et Vishny n'a pas été mesurée. Toutefois, dans l'étude américaine, l'introduction de ces variables ne modifie pas les conclusions.

**Tableau 2.3.** — Régressions linéaires par morceaux des indicateurs de performance sur les variables de séparation propriété/décision

---

La variable dépendante est la mesure de Sharpe

(1) Sharpe = Cte + 341,2 BD30 - 5,1 BD50 - 134,9 BD100 - 667,8 ACTIF  
 (0,6) (0,1) (2,4)b (2,4)b  
 $R^2 = 0,118$  ;  $R^2$  ajusté = 0,077 ; N = 93 ; F = 2,93b

(2) Sharpe = Cte + 5,3 DT20 - 27,8 DT50 - 44,7 DT100 - 661,2 ACTIF  
 (0,1) (0,7) (0,3) (2,3)b  
 $R^2 = 0,067$  ;  $R^2$  ajusté = 0,024 ; N = 93 ; F = 1,6

(3) Sharpe = Cte - 9,7 DT20 - 27,9 DT50 - 44,6 DT100 - 756,1 ACTIF + Variables sectorielles  
 (0,2) (0,7) (0,4) (2,8)a  
 $R^2 = 0,260$  ;  $R^2$  ajusté = 0,149 ; N = 93 ; F = 2,34b

---

La variable dépendante est le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs de marché

(1) RCPM = Cte - 171,6 BD30 - 7,3 BD50 - 40,1 BD100 - 196,9 ACTIF + 0,117 ETRCP  
 (0,8) (0,4) (1,9)c (1,9)c (2,4)b  
 $R^2 = 0,146$  ;  $R^2$  ajusté = 0,097 ; N = 93 ; F = 2,97b

(2) RCPM = Cte - 11,6 DT20 + 6,2 DT50 - 67,7 DT100 - 134,2 ACTIF + 0,126 ETRCP  
 (0,5) (0,4) (1,4) (1,3) (2,6)a  
 $R^2 = 0,118$  ;  $R^2$  ajusté = 0,067 ; N = 93 ; F = 2,32b

(3) RCPM = Cte - 16,2 DT20 + 14 DT50 - 80,1 DT100 - 145,3 ACTIF + 0,103 ETRCP + Variables sectorielles  
 (0,7) (0,9) (1,6) (1,3) (1,9)c  
 $R^2 = 0,194$  ;  $R^2$  ajusté = 0,061 ; N = 93 ; F = 1,46

---

La variable dépendante est le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs comptables

(1) RCPC = Cte - 0,935 BD30 - 0,189 BD50 - 0,08 BD100 - 1,12 ACTIF + 0,002 ETRCP  
 (0,5) (1,2) (0,3) (1) (3,9)a  
 $R^2 = 0,23$  ;  $R^2$  ajusté = 0,174 ; N = 74 ; F = 4,07a

(2) RCPC = Cte - 0,226 DT20 + 0,146 DT50 + 0,38 DT100 - 0,706 ACTIF + 0,002 ETRCP  
 (1,1) (1) (0,7) (0,6) (4)a  
 $R^2 = 0,234$  ;  $R^2$  ajusté = 0,178 ; N = 74 ; F = 4,16a

(3) RCPC = Cte - 0,213 DT20 + 0,166 DT50 - 0,527 DT100 - 0,778 ACTIF + 0,002 ETRCP + Var. sectorielles  
 (1) (1,1) (0,9) (0,7) (3,4)a  
 $R^2 = 0,292$  ;  $R^2$  ajusté = 0,139 ; N = 74 ; F = 1,91b

---

La variable dépendante est le ratio de Marris

(1) Marris = Cte + 3,17 BD30 + 0,348 BD50 + 0,212 BD100 - 1,36 ACTIF + 0,011 ETRCP  
 (0,2) (0,3) (0,1) (0,2) (3,1)a  
 $R^2 = 0,108$  ;  $R^2$  ajusté = 0,056 ; N = 93 ; F = 2,1c

(2) Marris = Cte - 1,04 DT20 + 0,46 DT50 + 1,59 DT100 - 2,98 ACTIF + 0,011 ETRCP  
 (0,7) (0,4) (0,4) (0,4) (3,2)a  
 $R^2 = 0,115$  ;  $R^2$  ajusté = 0,064 ; N = 93 ; F = 2,25c

(3) Marris = Cte - 1,16 DT20 + 0,255 DT50 - 1,32 DT100 - 1,32 ACTIF + 0,010 ETRCP + Var. sectorielles  
 (0,7) (0,2) (0,4) (0,4) (2,5)b  
 $R^2 = 0,213$  ;  $R^2$  ajusté = 0,083 ; N = 93 ; F = 1,64c

---

La variable dépendante est le ratio Q de Tobin

(1) Q = Cte + 2,45 BD30 - 0,021 BD50 + 0,23 BD100 - 3,36 ACTIF + 0,062 CVEBE  
 (0,3) (0) (0,4) (0,9) (2,1)b  
 $R^2 = 0,076$  ;  $R^2$  ajusté = 0,017 ; N = 85 ; F = 1,3

(2) Q = Cte - 0,549 DT20 + 0,813 DT50 - 0,283 DT100 - 2,63 ACTIF + 0,061 CVEBE  
 (0,7) (1,7)c (0,3) (0,7) (2,2)b  
 $R^2 = 0,111$  ;  $R^2$  ajusté = 0,055 ; N = 85 ; F = 1,98c



(3)  $Q = Cte - 0,327 DT20 + 0,511 DT50 + 0,229 DT100 - 1,51 ACTIF + 0,049 CVEBE +$   
 Var. sectorielles  
 $R^2 = 0,339$  ;  $R^2$  ajusté = 0,218 ; N = 85 ; F = 2,8a

La variable dépendante est le ratio de rentabilité économique (mesure comptable)

(1)  $RECO = Cte + 5,68 BD30 - 0,88 BD50 + 1,49 BD100 - 11,7 ACTIF - 0,09 CVEBE$

$R^2 = 0,085$  ;  $R^2$  ajusté = 0,03 ; N = 89 ; F = 1,55

(2)  $RECO = Cte + 0,478 DT20 - 0,093 DT50 + 2,447 DT100 - 11,1 ACTIF - 0,082 CVEBE$

$R^2 = 0,098$  ;  $R^2$  ajusté = 0,044 ; N = 89 ; F = 1,81

(3)  $RECO = Cte + 0,565 DT20 - 0,042 DT50 + 2,492 DT100 - 10,2 ACTIF - 0,077 CVEBE +$   
 Var. sectorielles

$R^2 = 0,173$  ;  $R^2$  ajusté = 0,03 ; N = 89 ; F = 1,21

Note : Les t de Student sont entre parenthèses ; a significatif au seuil de 1% ; b significatif au seuil de 5% ; c significatif au seuil de 10%

BD30, BD50, BD100 représentent respectivement les zones où le pourcentage de capital représenté par les administrateurs est de 0 – 30% ; 30 – 50% et 50 – 100%  
 DT20, DT50, DT100 représentent respectivement les zones où le pourcentage de capital représenté par les dirigeants est de 0 – 30% ; 30 – 50% et 50 – 100%

#### 4. Une analyse fondée sur la typologie : sociétés familiales, sociétés contrôlées et sociétés managériales

##### 4.1. Problématique, modèles et variables

Cette analyse s'inscrit dans le cadre présenté initialement. Elle comporte deux démarches. Une première démarche, traditionnelle, consiste à tester si, effectivement, il y a des différences de performance entre les groupes de sociétés identifiés. Toutefois, une telle démarche n'est pas pertinente, compte tenu du cadre d'analyse initialement décrit. En effet, si la forme de propriété influence en tant que telle la performance, elle doit le faire une fois qu'on a éliminé l'incidence des autres variables<sup>20</sup>. En particulier, il faut neutraliser les effets de la discipline exercée par les marchés externes (marché des biens et services, marchés financiers, marché des cadres dirigeants...) et des autres moyens permettant de gérer la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants, tels que, par exemple, le recours à l'endettement qui sera considéré comme une variable à part entière (cf. Jensen et Meckling [1976] ou Myers [1977])<sup>21</sup>. Il convient alors de proposer des modèles permettant de tester cette seconde approche.

20. En particulier, les conclusions obtenues par Holderness et Sheehan [1988], quant à la performance réalisée par les différents types de sociétés, nous semblent critiquables car l'évaluation de la performance n'a pas été faite en neutralisant l'incidence de certaines variables.

21. Pour une présentation résumée de l'endettement comme moyen de gérer la relation d'agence, voir notamment Jacquillat et Levasseur [1984].

Deux catégories de modèles peuvent être utilisés à cette fin :

— une première catégorie qui sera du type :

$\text{Performance} = \text{constante} + \text{variable «type de propriété»} + \text{variables «discipline externe»}$
---

La variable «type de propriété» est une variable muette qui revêt trois modalités, correspondant aux trois catégories de firmes retenues (familiales — variable FAM, contrôlées — variable CONTR et managériales — variable MANA).

Pour les variables de «discipline externe» au sens large, en y intégrant l'endettement, on a retenu :

— une variable, le taux de croissance du chiffre d'affaires (variable CRCA) dont le statut est relativement ambigu. Un taux de croissance élevé est supposé correspondre à une contrainte faible du marché. Dans la perspective de la théorie de l'agence, il en résulterait une moins grande incitation des dirigeants à gérer de façon stricte et on devrait constater, en conséquence, une corrélation négative entre la performance et la croissance. Cependant, une forte croissance peut également permettre de mettre en place plus facilement un système de motivation fondé sur la promotion, lequel peut conduire inversement à améliorer la performance. Ces deux effets jouent donc de façon contradictoire et il est difficile de dire *a priori* lequel va l'emporter. Il faut également souligner que le taux de croissance de l'activité ne constitue pas uniquement une variable dépendante de l'environnement mais peut lui-même constituer un moyen de gérer la relation d'agence. Ainsi, le dirigeant d'une firme familiale peut très bien freiner la croissance de sa société, pour éviter d'ouvrir le capital ou de contracter un endettement supplémentaire et d'encourir ainsi des coûts d'agence. Dans ce dernier cas, la renonciation à la croissance n'entraîne pas nécessairement une performance inférieure, la perte de rentabilité liée par exemple, au fait que la taille optimale ne soit pas atteinte, peut très bien être compensée par l'économie de coûts d'agence réalisée. Enfin, il faut préciser, pour des raisons théoriques, qu'un indicateur de performance tel que le Q de Tobin est fortement déterminé par la croissance<sup>22</sup> et on peut s'attendre pour ce critère, et pour celui de Marris qui en est très proche, à une incidence positive de la croissance sur la performance<sup>23</sup>. Cette prédiction, en revanche, ne s'applique pas à des indicateurs comme celui de Sharpe, ou tout simplement au taux de rentabilité des fonds propres évalué à partir des valeurs de marché ;

— une variable qui représente la discipline assurée par le marché financier : le taux de rotation des titres (variable TXRO). L'intensité des transactions qui portent sur un titre peut être interprétée comme un bon indicateur du contrôle

22. Cf. Bessis [1987].

23. Bien entendu, si la croissance est une composante non négligeable de la performance, comme dans le Q de Tobin, en neutralisant l'incidence de la croissance, on sous-estime vraisemblablement l'impact de la structure de propriété sur cet indicateur.

exercé par le marché financier. On peut s'attendre à un effet positif du taux de rotation des titres sur la performance <sup>24</sup>. Un volume de transaction important implique que le titre fait l'objet d'une attention particulière de la part du marché financier, ce qui contraint les dirigeants à gérer conformément aux attentes des investisseurs. Par ailleurs, il est vraisemblable, que le rôle de discipline du marché financier sera d'autant plus accentué que le capital sera dispersé ; autrement dit, son influence devrait être plus prononcée dans les entreprises managériales ;

— des variables associées à la gestion de la relation d'agence par l'endettement : structure financière (variable SFM - valeurs de marché, variable SFC - valeurs comptables), proportion «actifs industriels/actif économique» (variable STAC). L'incidence de la structure financière sur les variables de performance est difficile à cerner *a priori*, en raison de la multiplicité des facteurs qui interagissent entre l'endettement et la valeur de la firme : fiscalité, coûts de faillite, coûts d'agence, asymétries d'information <sup>25</sup>... Si on se réfère à l'analyse de Myers [1977], cependant, le recours à l'endettement devrait entraîner une politique d'investissement sous-optimale et donc une moins bonne performance économique. Différentes analyses insistent également sur le rôle joué par la composition de l'actif dans la décision d'endettement ; une forte proportion d'actifs industriels ou corporels en constituant une garantie pour les créanciers permettrait un niveau d'endettement plus élevé. La mesure de la structure financière prête également à discussion. Le choix d'une mesure boursière ou d'une mesure comptable dépend de la logique du modèle auquel on se réfère. Dans celle du modèle de Myers, une mesure comptable s'imposerait ; inversement la plupart des modèles ont recours à une mesure fondée sur les valeurs de marché <sup>26</sup>. Les tests ont été réalisés avec les deux types de mesures.

Bien entendu, les variables finalement retenues ne rendent compte que bien imparfaitement de la complexité du schéma explicatif fondé sur la théorie de l'agence. En particulier et pour des raisons de disponibilité de données, aucune variable représentative de la concurrence sur le marché des cadres-dirigeants, ou sur celui de la main d'œuvre n'a été prise en compte ;

— une seconde catégorie de modèles qui intègre directement et non par l'intermédiaire de la typologie, les variables liées à l'organisation des fonctions de propriété, de décision et de contrôle.

Une première série de tests a été réalisée sans faire de distinction selon le type de firme. Puis, les relations ont été testées pour chaque catégorie de sociétés, car le rôle des systèmes de contrôle est censé différer selon la catégorie

---

24. Bien entendu, on peut soutenir une causalité inverse, à savoir que c'est la performance réalisée qui détermine le taux de rotation des titres. On peut trouver une issue à ce débat, en évitant de se prononcer sur le sens de la causalité et en posant l'hypothèse que le taux de rotation constitue une variable d'approximation satisfaisante pour évaluer la pression exercée par le marché financier.

25. On pourra consulter notamment sur les déterminants de la structure de financement, Titman et Wessels [1988].

26. Le coefficient de corrélation entre les deux types de mesures est de 0,312.

étudiée. Ainsi, le rôle du conseil d'administration diverge au sein des différents types de sociétés [cf. Charreaux et Pitol-Belin, 1985]. Dans les sociétés managériales, les conseils sont en moyenne de taille plus élevée, plus instables et comprennent davantage d'administrateurs externes <sup>27</sup>. Ces derniers cumulent un nombre de mandats supérieurs à la moyenne. Il y a fréquemment des dirigeants non-administrateurs. À l'opposé, les conseils d'administration des sociétés familiales sont dominés par les dirigeants qui sont les principaux actionnaires. Il y a rarement des administrateurs non-dirigeants. Les conseils sont de taille plus faible, stables, comprennent moins d'administrateurs externes et ces derniers cumulent peu de mandats. Enfin, les conseils d'administration des firmes contrôlées sont dominés par les dirigeants nommés par les firmes qui contrôlent. Les conseils sont de taille importante, relativement instables et les administrateurs cumulent de nombreux mandats. Il y a moins d'administrateurs externes que dans les sociétés managériales.

Les relations testées sont de la forme :

$\text{Performance} = \text{constante} + \text{variables organisationnelles} + \text{variables «discipline externe»}$
---

Parmi les variables organisationnelles, on a retenu :

— une variable qui représente la séparation propriété/décision : pourcentage du capital représenté par les dirigeants/pourcentage du capital détenu par les actionnaires connus (variable SEPPD). Cette variable permet de séparer statistiquement de façon significative, les trois groupes de firmes. Elle est très proche de la variable pourcentage de capital représenté par les administrateurs utilisée dans les tests précédents. Son incidence est *a priori* indéterminée. Une relation positive corroborerait la thèse de la convergence des intérêts ; inversement, une relation négative serait en faveur de la thèse de l'enracinement ;

— une variable liée à la séparation décision/contrôle : nombre d'administrateurs dirigeants/nombre d'administrateurs (variable SEPDC). Cette variable représente également la fonction de surveillance exercée par le conseil d'administration. Elle permet principalement d'opposer les firmes familiales aux autres firmes. Selon les propositions de Fama et Jensen, une organisation caractérisée par une forte séparation propriété/décision doit offrir également pour être viable, une forte séparation décision/contrôle. À l'intérieur des catégories, une relation négative ou positive avec la performance appuierait respectivement les thèses de l'enracinement ou de la convergence des intérêts ;

— deux variables qui traduisent l'intensité du contrôle du conseil d'administration : le pourcentage d'administrateurs externes (variable PADEX) et le nombre de mandats cumulés par les administrateurs (variable MANDA).

27. Les administrateurs externes dans cette étude sont les administrateurs qui ne sont ni dirigeants, ni actionnaires significatifs. On s'écarte donc, sur ce point, de la définition traditionnelle des administrateurs externes selon laquelle un administrateur externe est un administrateur non-dirigeant.

Le choix de ces deux variables se fonde notamment sur l'analyse théorique de Fama [1980] et les résultats obtenus par Charreaux et Pitol-Belin. Conformément à la théorie établie par Fama, les variables de discipline liées au conseil d'administration doivent surtout jouer un rôle dans les sociétés managériales et conditionner favorablement la performance <sup>28</sup>.

On remarquera que de nombreuses variables de discipline interne ont été omises. Ainsi, les phénomènes de surveillance mutuelle et la discipline exercée par la hiérarchie n'ont pas été appréhendés. De même, le rôle des systèmes d'intéressement des dirigeants aux résultats n'a pu être considéré faute de données <sup>29</sup>. Dans les deux catégories de modèles, lorsque la variable expliquée est représentée par un taux de rentabilité, on a introduit parmi les variables explicatives, une variable représentant le risque.

Les caractéristiques des différents groupes de firmes en fonction des variables utilisées dans les différents modèles sont présentées dans le Tableau 2.4.

**Tableau 2.4.** — *Caractéristiques des différents groupes de firmes*

	ECH.	FAM	CONTR	MANA	SIGNIFICATIVITE
Taux de croissance du C.A.	172,2	185,6	167,2	161,2	NS
Taux de rotation des titres	19,91	14,04	19,94	30,06	F/C c;F/M a;C/M b
Risque fonds propres	4222	4157	4256	4209	NS
Risque économique	285	278,5	276,2	314	NS
Dettes financières / Fonds propres(VC)	1,274	0,991	1,367	1,608	NS
Dettes financières / Fonds propres(VM)	2,52	1,465	3,642	1,926	F/C a ; C/M b
Actifs industriels/ Actif économique	70,5	71,3	73,7	59,2	F/M c;C/M b
% capital représenté par administrateurs	43,7	52,1	46,7	18,6	F/C c;F/M a;C/M a
% capital représenté par les dirigeants	32,7	46,8	32,6	4,1	F/C a;F/M a;C/M a
% capital rep. par dirigeants/actionnaires connus	57,59	77,15	58,65	14,64	F/C a;F/M a;C/M a
% administrateurs dirigeants	19,58	24,29	16,85	17,11	F/C a;F/M a
% administrateurs externes	26	19,62	26,34	37,57	F/M a;C/M b
Nombre de mandats cumulés	6,99	4,19	8,31	9,35	F/C a;F/M a

a significatif au seuil de 1%

b significatif au seuil de 5%

c significatif au seuil de 10%

ECH échantillon; FAM sociétés familiales; CONTR sociétés contrôlées; MANA société managériales

Examinons les caractéristiques des groupes par rapport aux variables de discipline externe. Aucune différence significative entre les groupes de firmes n'apparaît pour le taux de croissance, même si ce sont les firmes familiales qui connaissent les taux de croissance les plus élevés. Deux mesures (non

28. Ce rôle des administrateurs externes a été confirmé empiriquement notamment par les études de Weisbach [1988] et de Kosnik [1987].

29. Il existe une abondante littérature à ce sujet, (cf. Charreaux et al. [1987]). Holderness et Sheehan concluent que si les dirigeants actionnaires-majoritaires semblent mieux rémunérés que ceux des firmes managériales, la différence apparaît faible et à peine significative. La différence apparaît plus importante entre les dirigeants des entreprises familiales et ceux des entreprises contrôlées, au profit des premiers.

rapportées) effectuées à partir de l'écart-type du taux de croissance du chiffre d'affaires et de son coefficient de variation, indiquent également qu'il n'y a aucune différence significative dans la stabilité de la croissance entre les différentes catégories. En revanche, les variables de taux de rotation et d'endettement font apparaître des différences significatives. La variable taux de rotation sépare significativement les trois groupes. La discipline exercée par le marché financier est beaucoup plus intense pour les firmes managériales. La variable de structure financière permet d'établir une différence significative entre les sociétés contrôlées et les autres sociétés, lorsqu'elle est mesurée à partir des valeurs de marché. Les sociétés contrôlées apparaissent plus endettées. L'indicateur de composition de l'actif oppose de façon significative les firmes managériales aux autres firmes, la proportion d'actifs industriels est plus faible pour les managériales. Les variables pertinentes semblent donc être la structure financière (évaluée à partir des valeurs de marché), la structure de l'actif et la discipline exercée par le marché financier.

#### **4.2. La performance réalisée par les différents types de sociétés**

Les performances comparées sont présentées dans le tableau 2.5. Pour chaque indicateur, on a rapporté le classement obtenu sans tenir compte de l'effet des variables de discipline externe, puis celui effectué en tenant compte, c'est-à-dire en neutralisant leur incidence. Dans le premier cas, une analyse de la variance a été pratiquée ; dans le second, la significativité du résultat a été appréciée en examinant les coefficients de régression (cf. tableau 2.5) obtenus pour les variables muettes représentatives des différentes catégories de firmes.

Les mesures de performance fondées sur les fonds propres, évaluées à partir des valeurs de marché, n'indiquent pas de différence de performance significative. En outre, les hiérarchies sont modifiées lorsqu'on neutralise l'effet des variables de discipline externe. L'utilisation du taux de rentabilité comptable fait apparaître une différence significative entre les sociétés familiales et les sociétés contrôlées, avec une meilleure performance pour les firmes familiales. Cependant, après neutralisation de l'incidence des variables de discipline externe, ce sont les sociétés managériales qui arrivent en tête du classement, mais de façon non significative. Le ratio de Marris oppose également les sociétés familiales aux sociétés contrôlées de façon significative, mais de nouveau ce classement est modifié et devient non significatif après correction pour les variables de discipline externe. Deux conclusions s'imposent : d'une part, aucune catégorie ne domine systématiquement les autres ; d'autre part, les classements sont modifiés lorsqu'on neutralise les variables de discipline externe. Il semble en outre, que la performance des sociétés familiales soit meilleure avec les indicateurs *ex ante*, qu'avec les indicateurs *ex post*.

**Tableau 2.5.** — Performance des différents groupes de sociétés

		ECH.	FAM	CONTR	MANA	Significativité
Mesures de performance						
1. Mesures fonds propres						
Mesure de Sharpe	A	82,5	-8,0	124,	124,3	NS
	B		78,0	1320,8	263,4	NS
Taux rentabilité capitaux propres à partir des valeurs de marché	A	537,	406,0	547,0	714,0	NS
	B	8	101,9	505,6	487,0	NS
Ratio de Marris	A	104,	125,5	87,6	106,8	F/C c
	B	5	54,6	37,6	34,2	NS
Taux rentabilité capitaux propres à partir des valeurs comptables	A	9,1	12,8	6,3	8,8	F/C b
	B		15,1	15,7	16,7	NS
2. Mesures économiques						
Q de Tobin	A	93,0	106,0	84,4	89,2	F/C a; F/M c
	B		68,5	52,1	50,5	F/C a; F/M c
Taux de rentabilité économique à partir des valeurs comptables	A	152,	165,2	145,6	141,6	NS
	B	6	154,2	152,2	151,3	NS

A analyse de la variance

B test de significativité sur l'effet des variables muettes catégorielles

a significatif au seuil de 1%

b significatif au seuil de 5%

c significatif au seuil de 10%

ECH échantillon; FAM sociétés familiales; CONTR sociétés contrôlées; MANA société managériales

Parmi les mesures de rentabilité économique, le Q de Tobin permet de faire apparaître une différence significative entre les sociétés familiales et les autres. La neutralisation des variables de discipline externe modifie le classement, mais les firmes familiales continuent à réaliser de façon significative la meilleure performance économique. Le recours au taux de rentabilité économique comptable indique également un classement en faveur des firmes familiales, mais de façon non significative.

En conclusion, il semble qu'il n'y ait pas de différence significative de performance entre les trois groupes si on considère l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. En revanche, il y aurait une différence de performance économique significative en faveur des firmes familiales (sur la base du critère *ex ante*, le Q de Tobin).

#### 4.3. Le pouvoir explicatif des modèles proposés

Seuls sont présentés dans le tableau 2.6., les résultats des régressions les plus significatives, après élimination, notamment des variables entraînant des phénomènes de multicollinéarité<sup>30</sup> trop importants. Des tests de la robustesse de certaines relations ont également été conduits en excluant les points extrêmes (*outliers*). Les résultats principaux ne sont pas remis en cause par ces tests.

30. L'identification des variables entraînant les phénomènes de multicollinéarité a été faite en recourant à la procédure recommandée par Belsley, Kuh et Welsch [1980].

## 4.3.1. Résultats pour l'ensemble de l'échantillon

Au vu des résultats des régressions conduites pour l'ensemble des trois catégories de firmes (tableau 2.6), le pouvoir explicatif des modèles apparaît satisfaisant, puisque mis à part l'indicateur taux de rentabilité des capitaux propres (valeurs de marché), tous les coefficients F de Fisher sont significatifs au seuil de 1%. Une seule relation est rejetée au seuil de 5%.

Le niveau des coefficients de détermination est comparable voire supérieur, à celui qui a été obtenu dans des études ayant le même objet [cf. Lawriswky] et plus élevé que dans les tests initiaux. On remarquera que les modèles semblent mieux expliquer les indicateurs de performance *ex ante* et les indicateurs mesurés à partir des valeurs comptables. Les deux mesures de structure financière (boursière et comptable) jouent le plus souvent dans le même sens ; selon la mesure de performance utilisée, elles contribuent plus ou moins bien à l'explication. Aucune n'a systématiquement un meilleur pouvoir explicatif. La variable de structure de l'actif influe presque toujours négativement sur la performance, cependant les problèmes de multicollinéarité qu'elle entraîne ont conduit à sa suppression dans les relations finales.

Les résultats obtenus, lorsqu'on supprime les variables muettes catégorielles et qu'on leur substitue les variables organisationnelles sont très voisins [cf. tableau 2.7]. Une telle conclusion est peu surprenante puisque les variables choisies rendent bien compte de la séparation entre les diverses catégories.

**Tableau 2.6.** — Résultats des régressions effectuées sur l'ensemble de l'échantillon ; première catégorie de modèles (variables muettes catégorielles)

La variable dépendante est la mesure de Sharpe					
(1) $R^2 = 0,292$ ; $R^2$ ajusté = 0,249 ; N = 88 ; F = 6,77a					
Sharpe = Cte + 2,2 CRCA + 18,9 TXRO – 508,8 SFM – 185,4 FAM + 957,4 CONTR					
	(0,7)	(0,9)	(5,1)a	(0,2)	(1,2)
(2) $R^2 = 0,208$ ; $R^2$ ajusté = 0,161 ; N = 90 ; F = 4,42a					
Sharpe = Cte + 5,5 CRCA + 49,9 TXRO – 697,6 SFC – 63,8 FAM + 196 CONTR					
	(1,7)c	(2,4)b	(3,9)a	(0,1)	(0,2)
La variable dépendante est le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs de marché					
(1) $R^2 = 0,163$ ; $R^2$ ajusté = 0,101 ; N = 88 ; F = 2,62b					
RCPM = Cte + 0,53 CRCA + 0,75 TXRO – 103,8 SFM + 0,084 ETRCP – 385,1 FAM + 18,7 CONTR					
	(0,1)	(0,4)	(0,1)	(2,5)b	(1,5)
					(1)
(2) $R^2 = 0,296$ ; $R^2$ ajusté = 0,245 ; N = 90 ; F = 5,81a					
RCPM = Cte + 1,66 CRCA + 11,7 TXRO – 315,1 SFC + 0,06 ETRCP – 363,1 FAM – 178,9 CONTR					
	(1,3)	(1,6)	(4,8)a	(1,2)	(1,1)
					(0,6)



---

La variable dépendante est le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs comptables

(1)  $R^2 = 0,48$  ;  $R^2$  ajusté = 0,423 ; N = 72 ; F = 8,44a

RCPC = Cte + 0,026 CRCA - 0,218 TXRO - 1,08 SFM - 0,116 STAC + 0,001 ETRCP - 1,63 FAM - 1,03 CONTR

(0,6) (2,4)b (2,7)a (3,4)a (2,9)a (1,8)c

(2)  $R^2 = 0,593$  ;  $R^2$  ajusté = 0,557 ; N = 74 ; F = 16,27a

RCPC = Cte + 0,039 CRCA - 0,01 TXRO - 3,3 SFC + 0,001 ETRCP - 1,36 FAM - 3,65 CONTR

(4,1)a (0,1) (6,7)a (2,2)b (0,5) (1,6)

---

La variable dépendante est le ratio de Marris

(1)  $R^2 = 0,321$  ;  $R^2$  ajusté = 0,283 ; N = 96 ; F = 8,5a

Marris = Cte + 0,358 CRCA - 0,999 TXRO - 7,47 SFM + 20,4 FAM + 3,32 CONTR

(4,4)a (1,6) (2,4)b (0,7) (0,1)

---

La variable dépendante est le ratio Q de Tobin

(1)  $R^2 = 0,471$  ;  $R^2$  ajusté = 0,441 ; N = 94 ; F = 15,67a

Q = Cte + 0,18 CRCA + 0,435 TXRO - 1,354 SFM + 17,96 FAM + 1,58 CONTR

(7)a (2,2)b (1,4) (2,1)b (0,2)

(2)  $R^2 = 0,46$  ;  $R^2$  ajusté = 0,429 ; N = 94 ; F = 14,97a

Q = Cte + 0,188 CRCA + 0,497 TXRO - 0,281 SFC + 19,19 FAM - 0,327 CONTR

(7,2)a (2,6)b (0,2) (2,2)b (0)

---

La variable dépendante est le ratio de rentabilité économique (mesure comptable)

(2)  $R^2 = 0,421$  ;  $R^2$  ajusté = 0,377 ; N = 87 ; F = 9,69a

RECO = Cte + 0,388 CRCA - 0,23 TXRO - 6,64 SFC - 0,172 CVEBE + 2,84 FAM + 0,829 CONTR

(0) (6)a (0,5) (2,4)b (3,4)a (0,1)

---

Note : Les t de Student sont entre parenthèses ; a significatif au seuil de 1% ; b significatif au seuil de 5% ; c significatif au seuil de 10%.

#### 4.3.2. Résultats des régressions pour les différentes catégories de sociétés

Lorsqu'on examine les résultats des régressions effectuées pour chacune des catégories de sociétés [cf. tableau 2.7], on obtient les principales conclusions suivantes <sup>31</sup> :

— en raison de la taille réduite des effectifs dans chacune des catégories, les coefficients de Fisher sont généralement moins significatifs que précédemment, notamment pour les sociétés managériales. Les résultats les plus significatifs ont été acquis pour la mesure de Sharpe ;

— les coefficients de détermination sont le plus souvent, plus élevés que pour les relations portant sur l'ensemble de l'échantillon. Cependant, leur valeur varie en fonction de la catégorie de sociétés considérée. La qualité d'explication obtenue est inférieure pour les firmes contrôlées.

#### 4.4. Variables explicatives et variables de performance

Cette analyse sera conduite à partir du tableau 2.7. Les résultats n'ont été indiqués que pour les indicateurs de Sharpe, de Marris, le taux de rentabilité des capitaux propres en valeurs de marché et le Q de Tobin, qui sont les plus pertinents ; les critères comptables ont été exclus.

---

31. Ces régressions n'ont pas été réalisées pour les mesures comptables

Les conclusions suivantes peuvent être tirées de l'analyse du tableau 2.7.

— le taux de croissance de l'activité influence positivement et de façon significative le Q de Tobin et le ratio de Marris. Cette influence est particulièrement forte pour les sociétés familiales. Par contre, il n'exerce aucun effet significatif sur les indicateurs *ex post* : mesure de Sharpe et taux de rentabilité des capitaux propres (valeur de marché), sauf pour ce dernier indicateur où il prend un signe négatif dans le cas des firmes managériales. Le Q de Tobin et le ratio de Marris sont fortement dépendants de la croissance. Les résultats obtenus pour la mesure de Sharpe et le taux de rentabilité des capitaux propres confirment le statut ambigu de la variable taux de croissance de l'activité, qui apparaît être autant le résultat d'un mode de gestion de la relation d'agence qu'un indicateur de la discipline exercée par les marchés des biens et des services ;

— le taux de rotation des titres influence positivement et significativement le Q de Tobin et le ratio de Marris. Son influence sur la mesure de Sharpe reste positive mais n'est plus significative. La significativité disparaît quand on considère les différentes catégories de sociétés mis à part les sociétés contrôlées avec le Q de Tobin. La discipline exercée par le marché financier semble donc appréciée *ex ante*, mais n'a plus d'effet *ex post* ;

**Tableau 2.7.** — Résultats des régressions effectuées sur l'ensemble de l'échantillon et pour les différents groupes de sociétés ;  
seconde catégorie de modèles  
(variables organisationnelles)

La variable dépendante est la mesure de Sharpe						
(1) ECHANTILLON ; R <sup>2</sup> = 0,275 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,211 ; N = 87 ; F = 4,27a						
Sharpe=Cte + 1,86CRCA + 21,9TXRO - 483,6SFM - 1,99SEPPD - 4,23SEPDC - 0,729PADEX - 47,3MANDA	(0,6)	(1,1)	(4,5)a	(0,2)	(0,1)	(0)
(0,5)						
(2) FAMILIALES ; R <sup>2</sup> = 0,685 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,58 ; N = 29 ; F = 6,53a						
Sharpe = Cte - 0,631CRCA - 59,8 TXRO - 1817 SFM - 12 SEPPD - 43,1 SEPDC - 14,76 PADEX - 196,8 MANDA	(0,1)	(0,8)	(5,8)a	(0,6)	(0,9)	(0,5)
(0,8)						
(3) CONTROLÉES ; R <sup>2</sup> = 0,389 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,259 ; N = 41 ; F = 3b						
Sharpe = Cte + 3,53 CRCA + 36,2 TXRO - 268,2 SFM - 28,3 SEPPD - 10,1 SEPDC + 59,8 PADEX + 27 MANDA	(0,8)	(1,6)	(2,2)b	(1,5)	(0,1)	
(2,1)b	(0,2)					
(4) MANAGERIALES ; R <sup>2</sup> = 0,727 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,514 ; N = 17 ; F = 3,4b						
Sharpe = Cte - 1,17 CRCA + 25,7 TXRO - 1249 SFM + 25,2 SEPPD + 44,4SEPDC + 14,8PADEX + 234,4 MANDA	(0,2)	(0,5)	(4,2)a	(1,2)	(0,4)	(0,6)
(1,5)						
La variable dépendante est le taux de rentabilité des capitaux propres mesuré à partir des valeurs de marché						
(1) ECHANTILLON ; R <sup>2</sup> = 0,171 ; R <sup>2</sup> ajusté = 0,086 ; N = 87 ; F = 2,01c						
RCPM=Cte+ 0,35CRCA+1,97TXRO- 103,6SFM+ 0,088ETRCP- 0,87SEPPD+ 8,87SEPDC+ 6,54PADEX +48,1MANDA	(0,3)	(0,2)	(2,3)b	(1,5)	(0,2)	(0,6)
(1)	(1,1)					

---

(2) FAMILIALES ; $R^2 = 0,407$ ; $R^2$ ajusté = 0,17 ; N = 29 ; F = 1,72						
RCPM=Cte+ 3,02CRCA- 57,7TXRO- 124,1SFM+ 0,41ETRCP+ 1,4SEPPD- 6,3SEPDC - 20,7PADEX - 10,5MANDA						
	(1)	(1,5)	(0,7)	(2,2)b	(0,1)	(0,3) (1,3)
(0,1)						
(3) CONTROLEES ; $R^2 = 0,351$ ; $R^2$ ajusté = 0,189 ; N = 41 ; F = 2,17c						
RCPM=Cte+ 3,33CRCA+ 11,4TXRO- 63,1SFM+ 0,01ETRCP- 10SEPPD+ 5,86SEPDC + 21,8PADEX + 29,6MANDA						
	(1,7)	(1,3)	(1,3)	(0,2)	(1,4)	(0,2)
(1,9)c	(0,5)					
(4) MANAGERIALES ; $R^2 = 0,745$ ; $R^2$ ajusté = 0,491 ; N = 17 ; F = 2,93c						
RCPM=Cte- 5,7CRCA- 3,94TXRO+ 265,7SFM+ 0,29ETRCP+ 9,3SEPPD- 7,5SEPDC + 20,8PADEX + 160MANDA						
	(2)c	(0,2)	(1,2)	(1)	(0,9)	(0,2)
(2)c	(2)c					

La variable dépendante est le ratio de Marris

(1) ECHANTILLON ; $R^2 = 0,402$ ; $R^2$ ajusté = 0,354 ; N = 95 ; F = 8,35a					
Marris = Cte + 0,3 CRCA + 1,17 TXRO - 8,55 SFM - 0,023 SEPPD + 1,618 SEPDC - 1,29 PADEX + 0,825 MANDA					
	(3,8)a	(2,1)b	(2,8)a	(0,1)	(1,6)
(2,9)a	(0,3)				
(2) FAMILIALES ; $R^2 = 0,756$ ; $R^2$ ajusté = 0,695 ; N = 36 ; F = 12,37a					
Marris = Cte + 0,644 CRCA - 1,71 TXRO - 9,3 SFM + 0,81 SEPPD + 2,18 SEPDC - 0,97 PADEX + 10,5 MANDA					
	(5,9)a	(1)	(1,2)a	(1,8)c	(2,1)b
(1,4)	(1,8)c				
(3) CONTROLEES ; $R^2 = 0,271$ ; $R^2$ ajusté = 0,121 ; N = 42 ; F = 1,8					
Marris = Cte - 0,012 CRCA + 0,73 TXRO - 9,28 SFM - 0,135 SEPPD - 0,853 SEPDC - 2,19 PADEX - 3,19 MANDA					
	(0,1)	(1)	(2,2)b	(0,2)	(0,4)
(2,2)b	(0,6)				
(4) MANAGERIALES ; $R^2 = 0,658$ ; $R^2$ ajusté = 0,393 ; N = 17 ; F = 2,48					
Marris = Cte + 0,386 CRCA + 1,9 TXRO - 16,4 SFM + 0,205 SEPPD + 1,28 SEPDC - 0,5 PADEX + 1,47 MANDA					
	(2,1)b	(1,3)	(1,7)	(0,3)	(0,4)
(0,7)	(0,3)				

La variable dépendante est le ratio Q de Tobin

(1) ECHANTILLON ; $R^2 = 0,525$ ; $R^2$ ajusté = 0,486 ; N = 93 ; F = 13,41a					
Q = Cte + 0,164 CRCA + 0,42 TXRO - 1,81 SFM - 0,093 SEPPD + 1,06 SEPDC - 0,193 PADEX + 0,395 MANDA					
	(6,3)a	(2,3)b	(1,8)c	(1)	(3,2)a
(1,3)	(0,4)				
(2) FAMILIALES ; $R^2 = 0,725$ ; $R^2$ ajusté = 0,651 ; N = 34 ; F = 9,81a					
Q = Cte + 0,276 CRCA - 0,395 TXRO - 2,2 SFM + 0,242 SEPPD + 1,16 SEPDC - 0,065 PADEX + 2,93 MANDA					
	(5,5)a	(0,5)	(0,6)a	(1,2)	(2,5)b
(0,2)	(1,1)				
(3) CONTROLEES ; $R^2 = 0,39$ ; $R^2$ ajusté = 0,264 ; N = 42 ; F = 3,1b					
Q = Cte + 0,073 CRCA + 0,323 TXRO - 1,39 SFM + 0,059 SEPPD + 0,135 SEPDC - 0,318 PADEX - 0,015 MANDA					
	(2,5)b	(2)b	(1,6)	(0,4)	(0,3)
(1,6)	(0)				
(4) MANAGERIALES ; $R^2 = 0,55^2$ ; $R^2$ ajusté = 0,204 ; N = 17 ; F = 1,59					
Q = Cte + 0,127 CRCA + 1,32 TXRO - 9 SFM + 0,18 SEPPD - 0,148 SEPDC + 0,28 PADEX + 2,79 MANDA					
	(1,3)	(1,7)	(1,8)	(0,5)	(0) (0,7) (1,1)

Note : Les t de Student sont entre parenthèses ; a significatif au seuil de 1% ; b significatif au seuil de 5% ; c significatif au seuil de 10%

— l'endettement (structure de financement en valeurs de marché) exerce une influence négative et significative sur les différents indicateurs de performance. En particulier, il conditionne négativement (au seuil de 10%) la performance

économique mesurée par le Q de Tobin, ce qui corrobore l'hypothèse de Myers. L'effet négatif s'accroît lorsqu'on examine les indicateurs de performance sur fonds propres, ce qui tendrait à démontrer que le recours à l'endettement se fait au détriment de l'intérêt des actionnaires. La pénalisation apparaît particulièrement forte dans le cas de la mesure de Sharpe, pour les firmes familiales qui sont pourtant relativement les moins endettées ;

— parmi les variables organisationnelles, la variable de séparation décision/contrôle a une incidence positive et significative sur le Q de Tobin et sur le ratio de Marris, pour les firmes familiales ; une faible séparation conduit à une meilleure performance. Ce résultat vient à l'appui de la thèse de la convergence des intérêts dans ce type de sociétés. La variable de séparation propriété/décision n'a pas d'incidence significative au seuil de 5% ce qui confirmerait en revanche, la thèse de la neutralité ; cependant, elle possède une incidence positive sur le ratio de Marris au seuil de 10% pour les sociétés familiales. Ces deux variables n'ont aucune incidence sur la mesure de Sharpe ;

— le pourcentage d'administrateurs externes influence significativement le ratio de Marris (négativement), la mesure de Sharpe et le taux de rentabilité des capitaux propres (positivement) pour les sociétés contrôlées. Ce résultat vaut également pour les sociétés managériales dans le cas du taux de rentabilité des fonds propres (valeurs de marché). Le rôle des administrateurs externes semble donc important pour ces deux types de sociétés. Ce résultat est conforme aux prédictions théoriques pour les sociétés managériales ; la différence de signe entre les indicateurs *ex ante* et *ex post* pour les sociétés contrôlées pourrait constituer un exemple de divergences d'appréciation entre l'efficacité des systèmes de contrôle *ex ante* et *ex post*. Le pourcentage d'administrateurs externes ne joue pas significativement pour les sociétés familiales ; en outre, le signe de cette variable apparaît négatif. Le nombre de mandats cumulés n'exerce une influence positive et significative sur la performance que pour le ratio de Marris (firmes familiales) et le taux de rentabilité des fonds propres en valeurs de marché (firmes managériales). Le rôle du conseil d'administration pour les sociétés managériales tel que décrit par Fama semble donc être confirmé ;

— bien que les coefficients des variables soient fréquemment non significatifs, en particulier pour les variables organisationnelles, il apparaît que les signes et les intensités de ces coefficients divergent très sensiblement entre les groupes, ce qui corrobore l'hypothèse que la relation d'agence est gérée différemment selon le type de société. Il semble notamment que le schéma de gestion des entreprises familiales diffère nettement de celui des autres catégories de société. La supériorité de leur performance économique qui paraît due à une concentration des fonctions conforme à la thèse de convergence des intérêts et à une croissance plus forte, disparaît lorsqu'on considère la performance en matière de fonds propres à la suite de l'utilisation de l'endettement qui est pourtant la moins importante dans ce type de société. Une explication possible de ce phénomène résiderait dans une plus grande importance des coûts d'agence

liés à l'endettement pour ce type de firme et éventuellement dans un coût de l'endettement plus élevé.

## Conclusion

L'objectif principal de cette recherche était d'apprécier l'influence de la forme organisationnelle sur la performance. Deux conclusions principales peuvent être dégagées :

— la forme d'organisation a une incidence non significative sur la performance des fonds propres. En revanche, elle semble influencer significativement la performance économique ; les sociétés familiales apparaissant plus performantes ;

— des différences nettes apparaissent entre les trois formes de sociétés dans les arbitrages entre contraintes externes et internes, sans cependant que ceux-ci conduisent à des performances significativement différentes (sauf pour la performance économique *ex ante*).

Par rapport aux thèses initialement présentées, il semblerait donc, si on retient l'objectif de maximisation de la valeur des fonds propres, qu'il faille conclure en faveur de la thèse de la neutralité ; en effet, aucune structure ne permet de réaliser une performance supérieure relativement aux critères correspondant à cet objectif. En revanche, si on se rallie à l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme, c'est la thèse de convergence des intérêts qui l'emporterait ; la performance économique apparaît supérieure pour les firmes présentant une faible séparation propriété/décision.

Par ailleurs, on peut souligner les résultats suivants :

— un assez bon pouvoir explicatif des modèles proposés ; les résultats sont souvent supérieurs à ceux obtenus dans des études poursuivant le même objectif ;

— le rôle de l'endettement qui influence négativement la performance et plus particulièrement la performance sur fonds propres. La gestion de la relation d'agence par l'endettement a des conséquences très sensibles sur la performance ;

— une confirmation du rôle positif du conseil d'administration dans les sociétés managériales

Les limites de cette recherche sont très nombreuses. Notamment, on peut mentionner : les approximations faites pour appréhender certaines variables et pour les mesurer ; les hypothèses implicites concernant la stabilité des structures organisationnelles, de l'endettement et de la croissance et la classification catégorielle des sociétés qui peut parfois être contestable.

Enfin, les résultats obtenus conduisent à poser plusieurs questions :

— quel lien peut-on établir entre les différents indicateurs de performance, notamment entre les indicateurs *ex ante* et *ex post* ? Dans quelle mesure un indicateur comme le Q de Tobin est-il acceptable ?

— comment interagissent les différents systèmes de discipline et en particulier, ceux qui n'ont pas été pris en compte (marché des dirigeants, systèmes d'intéressement...)?

— comment se détermine la politique d'endettement? Faut-il considérer cette variable comme indépendante?

— existe-t-il, ainsi que le suggèrent Fama et Jensen, des formes organisationnelles inadaptées à long terme et donc moins performantes? Au vu des résultats, tout au moins dans l'optique des actionnaires, il ne semble pas qu'une des trois formes de sociétés étudiées soit moins performante.

### Annexe 2.1. — Description des variables

Variable	Indicateur	Commentaire
<b>VARIABLES DE PERFORMANCE</b>		
Mesure de Sharpe	$[E(R) - R_F] / \sigma(R)$	Mesure évaluée sur la période 1974-1979. Le taux sans risque a été calculé à partir du taux des obligations de première catégorie
Taux de rentabilité des capitaux propres	RCPM	Moyenne arithmétique 1974 - 1979
valeurs de marché		
Taux de rentabilité des capitaux propres-valeurs comptables	RCPC	Moyenne arithmétique 1974 - 1979
Ratio de Marris	Marris	Capitalisation boursière / Actif net comptable 1979
Q de Tobin	Q	Valeur de marché de la firme / Valeur comptable 1979
Taux de rentabilité économique	RECO	Valeur comptable = Capitaux propres + Dettes financières Taux évalué en mesurant la valeur comptable selon l'optique <i>pool</i> de fonds ; 1974 - 1979 Valeur comptable = Capitaux propres + Dettes financières
<b>VARIABLES EXPLICATIVES</b>		
Taux de croissance du chiffre d'affaires	CRCA	Moyenne arithmétique 1974 - 1979
Taux de rotation des titres	TXRO	Taux de 1979
Structure financière	SFM	Dettes financières / Capitaux propres (valeurs de marché) 1979
Structure financière	SFC	Dettes financières / Capitaux propres (valeurs comptables) 1979
Risque (fonds propres)	ETRCP	Ecart-type du taux de rentabilité des fonds propres
Risque économique	CVEBE	Coefficient de variation de l'excédent brut d'exploitation 1974 - 1979
Variable familiale	FAM	Variable muette ; sociétés familiales
Variable «stés contrôlées»	CONTR	Variable muette ; sociétés contrôlées
Séparation propriété-décision	PCAC	1979 - Pourcentage du capital détenu par les actionnaires connus
Séparation propriété-décision	PCAAD	1979 - Pourcentage du capital représenté par les administrateurs
Séparation propriété-décision	PCADI	1979 - Pourcentage du capital représenté par les dirigeants
Séparation propriété-décision	SEPPD	1979 - Pourcentage du capital représenté par les dirigeants / pourcentage du capital détenu par les actionnaires connus

Séparation décision-contrôle	SEPDC	1979 - Pourcentage Nombre d'administrateurs dirigeants / Nombre d'administrateurs
Discipline du conseil d'administration	PADEX	1979 - Pourcentage d'administrateurs externes
Marché des administrateurs	MANDA	1979 - Nombre de mandats cumulés

### Annexe 2.2. — Description des données

L'échantillon <sup>32</sup> comprend 106 sociétés françaises, privées, cotées en bourse et qui ne sont pas filiales à 100% d'une autre firme. Sur les 106 sociétés, 96 étaient cotées en 1980 sur la bourse de Paris et 10 sur les bourses de province. En excluant les sociétés d'assurance, les banques et sociétés financières et les sociétés foncières et immobilières, cet échantillon représente respectivement 20,5 % et 16,5 % des sociétés cotées sur la place de Paris et sur l'ensemble des places françaises. Pour le montant des fonds propres en 1980, la première de ces sociétés se situait en 8e place; 10% des sociétés de l'échantillon se situent au delà de la 500e place. Les activités qu'elles exercent sont très diverses (industrie, distribution, services). Leur effectif est compris entre 147807 et 760 personnes et leur âge se situe entre 17 et 153 ans. L'échantillon est représentatif du point de vue sectoriel. En revanche, si on se réfère au critère du montant des fonds propres pour apprécier la taille, il apparaît biaisé vers le haut. Ainsi, 62 sociétés de l'échantillon sont classées dans les 200 premières entreprises françaises.

Le degré de concentration du capital évalué à partir de la part détenue par les principaux actionnaires connus évolue entre 8,4 % et 99 % du capital. Le degré moyen de concentration de 53,4 % apparaît élevé. On ne peut cependant, conclure en raison du biais de l'échantillon, que cette caractéristique soit valable pour l'ensemble des sociétés cotées françaises. En fait, le degré moyen de concentration est probablement plus élevé. Sur la base de la typologie retenue et pour les 102 sociétés qu'il a été possible de classer, l'échantillon comprend 18 firmes managériales <sup>33</sup>, sans actionnaire(s) dominant(s), avec une séparation propriété-décision importante. Le groupe composé de sociétés dont le capital est contrôlé par une autre firme comprend 47 sociétés. Enfin, le groupe des sociétés familiales est constitué de 37 sociétés. La première forme (sociétés managériales), présentée souvent comme typique des sociétés cotées apparaît donc en fait assez peu répandue.

32. Les données utilisées proviennent de l'étude de Charreaux et Pitol-Belin [1985 b] pour les données concernant les variables caractérisant les structures de propriété, de décision et de contrôle. Les variables financières ont été soit communiquées par Dubois [1985], soit collectées spécialement pour l'étude.

33. Le pourcentage moyen de capital représenté par les dirigeants dans ces firmes est de 4,5%. Il est au maximum de 20%. Pour les sociétés familiales et contrôlées, ces pourcentage sont respectivement de 47% et 33%.