

Typologies organisationnelles et performances des gérants des fonds d'investissement

Moussavou Jean, Docteur en Sciences de gestion

Membre de l'ICI – EA 2652 – Université de Bretagne Occidentale (UBO)

Enseignant-Chercheur

ESC BRETAGNE BREST- 2, avenue de Provence - CS 23812 - 29238 Brest cedex 3

Tél.: (33) 02 98 34 44 54 - Fax: (33) 02 98 34 44 69

jean.moussavou@esc-bretagne-brest.com

Résumé

Les approches économiques de la finance supposent en général une rationalité parfaite des investisseurs. Cette rationalité conduit les investisseurs à des comportements en rapport avec l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers : les prix reflètent parfaitement les cours de titres cotés et les investisseurs interprètent parfaitement l'information publique sur les valeurs des firmes. Usuellement, l'outil économétrique est seul mobilisé. Cependant, l'investisseur est considéré ici comme évoluant dans un contexte individuel. Or, dans le cadre des comportements réels déployés par les gérants de portefeuille boursiers, les décisions d'achat et de vente de titres sont conditionnées par différentes contraintes. En effet, même si le gérant de portefeuille est responsable des choix d'investissement effectués dans le cadre du portefeuille qu'il gère, des facteurs d'ordre organisationnel inhérents à l'organisation de la société de gestion de portefeuille (SGP) qui l'emploie, peuvent venir infléchir ses décisions. A ce titre, l'objectif de cet article est d'examiner si l'on rencontre au sein de l'univers des SGP, des typologies organisationnelles, certaines d'entre elles pouvant être considérées comme gages de performance ou, au contraire, de non performance, au regard de la gamme des portefeuilles gérés. Le développement de l'étude s'appuie sur deux volets : 1) d'abord une série d'entretiens exploratoires organisés avec des gérants de portefeuille et un questionnaire adressé à un échantillon de SGP françaises. Cette démarche a permis d'identifier, mesurer et collecter les données organisationnelles des différentes SGP de l'étude; 2) ensuite, une collecte de données quantitatives relatives aux fonds d'investissement gérés par les SGP ayant répondu au questionnaire. Les données quantitatives recueillies ont permis de mesurer la performance des fonds. L'analyse typologique effectuée sur les données de l'étude a permis d'identifier deux catégories de SGP : les SGP possédant une "*structure simple*" et les SGP possédant une "*structure complexe*". Les résultats de la mise en relation des deux typologies organisationnelles avec la performance montrent qu'en moyenne, la performance des gérants est indépendante des typologies organisationnelles observées. On trouve autant de SGP performantes ou non performantes parmi les SGP possédant une "*structure simple*", que parmi les SGP possédant une "*structure complexe*". Cependant, certaines variables organisationnelles au sein des différentes typologies sont associées positivement ou négativement à la performance.

Mots clés : gestion de portefeuille, organisation, société de gestion de portefeuille, performance des OPCVM, fonds d'investissement.

INTRODUCTION

Le développement constant de la gestion d'actifs pour le compte de tiers, qu'il s'agisse d'une gestion directe ou de l'utilisation d'un produit de gestion collective (OPCVM¹), est un phénomène général observé sur les marchés financiers mondiaux. Dans un contexte de marchés financiers devenus de plus en plus complexes et particulièrement risqués pour l'investisseur non initié, nombreux sont, en effet, les investisseurs qui ont recours aux professionnels de la gestion de portefeuille pour effectuer leurs placements sur ces marchés.

Les portefeuilles sont gérés par une *société de gestion (SGP)*, au sein de laquelle un gérant ou une équipe de gestion décide des politiques de placement. Cependant, en dépit de l'importance désormais accordée aux SGP sur les marchés financiers, tant leur rôle a une influence considérable sur le fonctionnement et le financement des économies contemporaines, celles-ci restent encore peu explorées par les sciences des organisations.

Il est vrai que les SGP évoluent dans un univers dominé par la théorie des marchés efficients (Fama, 1970) qui, malgré de sérieuses remises en cause (Albouy, 2005), reste l'un des fondements de la théorie financière moderne. La théorie de l'efficience condamne toute tentative de détection de titres sur ou sous-évalués par les marchés et prévoit implicitement qu'aucun gestionnaire de portefeuille (donc aucune société de gestion) ne peut de façon durable faire mieux que le marché. En cela, il n'est pas étonnant que de nombreux travaux se soient essentiellement intéressés à la vérification de l'hypothèse de l'efficience à travers l'évaluation des performances des gérants de portefeuille. La question essentielle posée par ces travaux est de savoir si les gérants sont capables de battre le marché et de réaliser ainsi des performances anormales.

Cependant, si les travaux consacrés à la mesure des performances sont abondants, cette perspective ne permet pas d'éclairer les facteurs se situant en amont. En effet, à des degrés divers, les gérants de portefeuille voient leur rôle circonscrit par des règles inhérentes à l'organisation dans laquelle ils évoluent. La question qui se pose cependant est de savoir si le contexte organisationnel de la SGP peut conditionner l'importance relative des performances affichées par les gérants de portefeuille.

Dans une précédente étude (Moussavou, 2006), nous avons tenté de répondre à cette question. Une analyse de données causale fondée sur les modèles d'équations structurelles (PLS) avait en

¹ Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

effet abouti à la mise en évidence d'un lien entre l'organisation des SGP et la performance des fonds gérés. L'objectif de la présente étude est de compléter l'analyse causale par une analyse typologique. Il s'agit à ce titre d'examiner si, au sein de l'univers des SGP, on rencontre de typologies organisationnelles, certaines d'entre elles pouvant être considérées comme gages de performance, ou au contraire, de non performance, au regard de la gamme des portefeuilles gérés. Les propos qui vont suivre présentent tout d'abord les éléments constitutifs du cadre d'analyse. Ensuite, la méthodologie de collecte de données et les échantillons, l'étude typologique et les résultats obtenus, seront présentés.

1. PROPOSITION D'UN CADRE D'ANALYSE

Les analyses économiques de la finance considèrent en général l'investisseur comme évoluant dans un cadre individuel. Or, dans le contexte des SGP, même si le gérant de portefeuille est responsable des choix d'investissement effectués au sein du portefeuille qu'il gère, ses décisions d'achat et de vente peuvent être guidées par de multiples considérations inhérentes au contexte organisationnel dans lequel il évolue. En cela, l'exploration de l'univers des SGP nous conduit, dans un premier temps, à restituer les facteurs organisationnels potentiels pouvant influencer les décisions des gérants de portefeuille dans leur quotidien professionnel. En outre, le comportement des investisseurs individuels est de plus en plus appréhendé par les recherches en finance comportementale. Cette dernière soutient l'idée que les corrections de prix des titres sur les marchés financiers reflètent des biais systématiques dans le traitement des informations par les investisseurs. En cela, nous présenterons dans un second temps la littérature traitant de l'influence des caractéristiques du gérant sur le processus de gestion.

1.1. DE L'INFLUENCE DES FACTEURS INSTITUTIONNELS SUR LA PERFORMANCE

Une série d'entretiens réalisés avec les dirigeants de SGP a permis de cerner l'environnement de ces entités et de mettre en lumière trois facteurs clefs dans l'organisation : le nécessaire contrôle des risques pris par les gérants dans leurs processus de décision et les moyens de contrôle formel mis en place; la gestion de l'information et les outils mis en place afin que l'information puisse être recueillie, analysée, partagée et utilisée le plus efficacement possible; enfin, les facteurs contextuels immédiats de la SGP (effectif salarié, nombre de fonds gérés, montant des fonds

gérés, affiliation à une maison-mère, etc.) à même d'influer sur les caractéristiques organisationnelles de la SGP et, au demeurant, sur la performance des gérants.

1.1.1. La maîtrise des risques et la formalisation des activités

Le fonctionnement quotidien des SGP est soumis aux exigences de l'environnement réglementaire. Les autorités de marché, notamment l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), encouragent une démarche de formalisation et de contrôle des activités en imposant un cadre réglementaire strict visant à protéger l'épargne des investisseurs. Ce point de vue trouve une forme d'expression dans le courant comportementaliste de la gouvernance juridico-financière et, notamment, au caractère paternaliste de la loi. Ce courant vise à prescrire des mesures permettant de protéger les individus contre les biais comportementaux (Charreaux, 2005; 2006). En cela, les SGP doivent apporter la preuve que tout est mis en œuvre pour assurer la sécurité des fonds des investisseurs avant d'obtenir un agrément de gestion. Les dirigeants de SGP sont alors enclins à développer un système de contrôle interne très formalisé, étendu à l'ensemble du processus de gestion, afin d'orienter les comportements dans l'organisation (De Bodt et Bouquin (2001). Ainsi, les gérants de portefeuille se voient en général soumis à des règles (choix des couples rendement/risque, horizons des placements, choix des portefeuilles de référence auxquels sont adossés les politiques de gestion, contraintes particulières assignées à la gestion, etc.) susceptibles d'infléchir sur leur prise de décision. Cette conception de l'organisation trouve naturellement un terrain de prédilection dans les formes d'organisation de type *mécanique* ou *bureaucratique*. Selon Mintzberg (1979), «*les organisations formalisent le comportement pour en réduire la variabilité, et en fin de compte pour le prédire et le contrôler*». On peut alors s'interroger sur l'impact de tels comportements organisationnels sur la performance dans le cadre particulier des SGP.

Alors que nous venons d'insister sur le rôle joué par la réglementation dans la structuration des comportements organisationnels des SGP, il est aussi important d'admettre que les SGP sont avant tout des centres de décision basés sur l'information. Cela nécessite la mise en place de structures faisant intervenir des mécanismes de circulation transversale de l'information, censés également conditionner le processus de création de valeur des gérants de portefeuille.

1.1.2. La prépondérance du facteur information

L'observation empirique montre, qu'au sein des SGP, les acteurs et notamment les gérants de portefeuille possèdent une interactivité naturelle avec l'ensemble des secteurs économiques, sources d'incertitude permanente. Pour y faire face, l'appartenance à un réseau de partenaires renforce souvent la capacité d'action de ceux qui peuvent mobiliser cette ressource. Ainsi, dans le cadre de l'activité quotidienne des gérants, des échanges permanents d'informations, d'anticipations ou de points de vue sur les conditions des marchés sont nombreux et viennent continuellement interagir sur les décisions individuelles. Ces relations constituent le plus souvent une source précieuse d'interprétation d'informations sur l'évolution et l'état des marchés de plus en plus internationalisés. Elles prennent souvent la forme de contacts formels dans les différentes instances collégiales de prise de décisions (comités d'investissement, comités de gestion, comités stratégiques, etc.) présents dans la plupart de SGP et dans lesquels les stratégies d'investissement sont souvent élaborées. On les retrouve également dans les échanges spontanés, entre collègues ou acteurs – internes et/ou externes – à l'organisation. Le type de comportements organisationnels qui se profile ici n'est pas sans rappeler le modèle *adhocratique* de Mintzberg (1979) défini par l'ajustement mutuel, le travail en "constellations de travaux", ou groupes de projets. Powel (1990) évoque la notion de réseau lorsqu'il parle de telles formes d'échanges se déroulant dans un cadre social et des modes de "relations" qui s'y développent. Pour Powel, les réseaux sont particulièrement efficaces dans le traitement de l'information. Les réseaux peuvent également constituer un avantage sur les concurrents extérieurs au réseau, voire sur d'autres réseaux (Desreumaux, 2001). On peut alors se poser la question de savoir si l'existence de telles relations au sein des SGP contribue ou non à expliquer la performance des gérants de portefeuille.

1.1.3. Les facteurs de contexte

Sur le terrain, même si les SGP évoluent dans un même secteur d'activité, de nombreux facteurs contextuels immédiats (effectif salarié, nombre de fonds gérés, montant des fonds gérés, affiliation à une maison-mère, etc.) peuvent influencer sur les comportements organisationnels qu'adoptera telle ou telle SGP. De plus, plusieurs études ont montré que les facteurs de contexte apparaissent comme un déterminant des comportements adoptés par l'organisation (Pugh *et al.* 1963; Stinchcombe; 1965; Hall 1974, Kalika 1984). Il semble alors possible de supposer que la

relation entre les comportements organisationnels et la performance pourrait être d'intensité variable selon le contexte immédiat de la SGP.

Au-delà du cadre institutionnel, des contributions relativement récentes traitent de l'influence du capital humain sur la performance dans le cadre spécifique de la gestion de portefeuille. A ce propos, la littérature recense deux courants: d'une part, la théorie du capital humain (Becker, 1975) et, d'autre part, celle des processus de cognition.

1.2. L'INFLUENCE DU CAPITAL HUMAIN

La théorie du capital humain établit une analogie entre la notion de capital (en économie, le capital est l'un des facteurs de production) et la capacité des hommes (ici les gérants), à produire de la valeur ajoutée, c'est-à-dire à créer de la performance. Les rôles de la formation, celui de l'expérience et de l'âge du gérant sont ici discutés.

1.2.1. La formation du gérant

Trois dimensions de la formation du gérant sont identifiables. D'une part, le nombre d'années d'études ainsi que le prestige de l'université dans laquelle le gérant a été formé. Ces deux dimensions mesurent les connaissances accumulées. D'autre part, l'obtention d'un diplôme de MBA qui apprécie le degré de spécialisation du gérant. En général, on observe une relation positive entre la formation et la performance. Cependant, le lien entre le nombre d'années d'études et la performance n'est pas mis en évidence (Golec, 1996). En revanche, l'ensemble des contributions empiriques concluent à une incidence positive de la spécialisation (Shukla et Singh 1994, Golec 1996, Chevalier et Ellison 1999), et de la réputation de l'université (Chevalier et Ellison, 1999). L'impact de la réputation de l'université mesure également un effet réseau relationnel : les individus diplômés des universités les plus prestigieuses ont une plus grande probabilité de posséder un carnet d'adresse utile à leur activité professionnelle.

1.2.2. L'expérience et l'âge du gérant

Certaines études ont montré que l'expérience acquise par le gérant dans la gestion d'un fonds en particulier favorisait la performance (Golec, 1996 ; Bertin et al, 1999). Par ailleurs, la relation postulée entre l'âge du gérant et la performance est susceptible de capturer deux effets opposés. Le premier effet est celui de l'expérience et, dans ce cas, la relation attendue est positive. Le

second effet mesuré est l'aptitude du gérant à faire face aux situations de stress. Si le gérant est jeune, il résiste mieux à la pression propre à ce type de métier, alors l'âge et la performance sont associés négativement. Deux autres arguments sont en faveur des gérants les plus jeunes. Non seulement, les gérants les plus jeunes sont en principe les mieux formés aux théories financières modernes, mais en plus leur motivation est en principe plus importante. Les résultats empiriques montrent que l'âge du gérant a un impact négatif sur la performance, ce qui tend à justifier la séparation entre l'influence de l'âge et l'influence de l'expérience. Enfin, l'étude de Golec (1996) dresse un portrait du gérant « idéal ». A partir d'un échantillon de 530 gérants de fonds mutuels américains, le gérant qui affiche les meilleures performances est relativement jeune (moins de 46 ans), il gère le même fonds depuis au moins sept ans et possède un diplôme de MBA.

Au delà des caractéristiques de capital humain, les décisions du gérant peuvent posséder un aspect subjectif lié aux aspects cognitifs de sa personnalité.

1.3. LES ASPECTS COGNITIFS DE LA DECISION D'INVESTISSEMENT

Le point de vue orthodoxe de l'individu qui prend une décision d'investissement en situation d'incertitude renvoie à la théorie de l'utilité de Von Neumann et Morgenstern (1947). Cette vision suppose une rationalité extrême des agents. Or, l'hypothèse de rationalité est récemment controversée, notamment par les auteurs se rattachant à la finance comportementale pour lesquels les acteurs prennent leurs décisions selon des représentations non rationnels (Aftalion, 2005) et subjectives de la réalité (Wirtz, 2002). Dans un premier temps, nous rappelons les arguments en faveur d'une étude psychologique des agents puis, nous montrons comment elle permet l'analyse des décisions du gérant.

1.3.1. Décisions financières et rationalité

Face à certains comportements observés, la rationalité postulée par les modèles financiers ne semble pas pouvoir tout expliquer. Plusieurs auteurs semblent unanimes pour constater que les décisions dans lesquelles un individu est confronté à des choix complexes, ambigus et incertains sont fortement biaisées (Evans 1989 ; Ghiglione et Richard 1999). Cela tient au fait que les individus ont des capacités cognitives limitées de traitement et de mémorisation des informations (Simon, 1957). En cela, de nombreuses recherches recensent une multitude d'heuristiques et de *biais cognitifs* qui peuvent s'exercer chez un décideur (Tversky et Kahneman, 1973) en matière

de sélection et d'interprétation des informations, aux schémas de causalité supposés, à l'influence présumée que le décideur pense avoir sur les événements, au contexte, etc... (Charreaux, 2005). Pour Romelaer et Lambert (2001), lorsque les décideurs sont face à des décisions d'investissement dont les conséquences apparaissent ambiguës, des contraintes, des valeurs, voire des affects vont prendre une place non négligeable dans la décision. Situer le comportement du gérant dans ce contexte d'analyse est pertinent puisque, sur les marchés financiers, les investisseurs et notamment les gérants de portefeuille opèrent la sélection de titres dans un univers où la prévision est difficile et, où la décision et l'acte d'investissement sont le fruit du processus d'intégration d'informations, de nature à la fois économique, financière et stratégique par le gérant de portefeuille. En cela, c'est dans ce type d'environnement que les phénomènes de biais cognitifs sont les plus à même d'apparaître (Broihanne, Merli, Roger, 2005).

1.3.2. L'influence des biais cognitifs

Les travaux menés par les expérimentalistes dans le domaine de la prise de décision face au risque ont permis de dégager un certain nombre de conclusions. Les principaux biais cognitifs et leur implication en gestion de portefeuilles individuels ont été soulignés notamment par Broihanne, Merli et Roger (2005) et par Aftalion (2005). Par exemple, les phénomènes de sur-réaction sur les marchés boursiers ont été analysés par De Bondt et Thaler (1985). Certaines recherches de nature expérimentale semblent plus à même d'apprécier la réalité des comportements des agents financiers (Hirshleifer, 2001). L'analyse de l'acquisition, du stockage, du traitement et de l'utilisation d'informations comporte deux aspects essentiels : les capacités cognitives de l'individu et la cohérence cognitive. Les approches par la cognition reconnaissent et soulignent les limites des capacités cognitives. Depuis les travaux de Miller (1956), il est admis que l'individu est limité dans ses capacités cognitives, en outre il ne pourrait pas gérer simultanément plus de sept informations. Toutefois, les frontières de ses capacités sont flexibles selon l'individu, selon le contexte, en fonction du temps consacré à la recherche et des coûts de recherche associés, et en fonction du niveau de complexité de l'information. Or, le gérant est naturellement soumis à un très grand nombre d'informations complexes de différentes natures, et ceci de manière quasi-continue. Il est raisonnable de penser que les caractéristiques de son capital humain (formation, expérience, âge) soient susceptibles de repousser les frontières de ses capacités cognitives.

En conclusion de notre cadre d'analyse, nous avons mis en évidence les principales caractéristiques organisationnels et/ou institutionnels de l'univers des SGP susceptibles d'avoir des répercussions sur le comportement et les performances des gérants de portefeuille. La littérature traitant de l'influence du capital humain sur la performance dans le cadre spécifique de la gestion de portefeuille a également été analysée. Par ailleurs, la littérature comportementale traitant de l'analyse des processus de cognition des agents montre que les aspects cognitifs de la personnalité du gérant sont prompts à influencer le processus de gestion et donc la performance finale. Finalement, le rôle des gérants de portefeuille dans le processus de décision d'investissement ne se limiterait pas à l'application des seules techniques économiques et financières. Les gérants prennent leurs décisions selon des représentations subjectives de la réalité. Les théories sur lesquelles se fondent les gérants de portefeuille sont des schémas mentaux. Ces derniers sont le résultat d'un processus d'apprentissage dans lequel interviennent des facteurs organisationnels et individuels. Ceci nous permet de dire que la décision d'investissement pourrait être expliquée par la personnalité du gérant et par les facteurs organisationnels de la SGP qui l'emploie.

Cet article contribue notamment à tester l'effet des facteurs organisationnels sur la performance dont les travaux empiriques sont, à notre connaissance, quasi-inexistants. Pour cela, il est nécessaire d'établir un système de données observables et pertinentes pour répondre à la problématique de l'étude. Ce point va être abordé dans la présentation des variables d'analyse.

2. LES VARIABLES D'ANALYSE

L'analyse s'appuie sur quatre groupes de variables aptes à caractériser l'organisation des SGP et la performance des gérants de portefeuille. Deux groupes de variables concernent les *facteurs organisationnels formels* et les *facteurs d'interaction* entre acteurs et s'inspirent de la dialectique bien connue d'organisation formelle/organisation informelle. Un troisième groupe de variables concerne *les variables de contexte* inspirées de la théorie de la contingence organisationnelle. Enfin, nous avons complété notre analyse par la variable relative à la *mesure de la performance* (couple rentabilité/risque). Les modalités des différentes variables vont être successivement présentées.

2.1. LES VARIABLES DE LA STRUCTURE FORMELLE

Ce groupe de variables intègre l'ensemble des dispositions prises par les responsables de SGP pour structurer l'espace de comportement des gérants. Pour formaliser celles-ci, nous nous sommes appuyé essentiellement sur les travaux du groupe d'Aston (Pugh *et al.* 1963; Stinchcombe; 1965; Hall 1974) qui, malgré leur ancienneté, constituent encore aujourd'hui le modèle de référence. Les travaux de Kalika (1984, 1995) sur les structures organisationnelles des entreprises françaises, ont également constitué une référence essentielle. En outre, Desreumaux et Romelaer (2001) ont identifié plusieurs facteurs organisationnels en relation avec le processus de décision dans les organisations. Le travail de ces deux auteurs nous a également servi de base de travail. Parmi les variables répertoriées, nous en avons retenu six.

- Le *degré de structuration*, qui permet de tenir compte du poids de la structure de décision. Le degré de structuration est appréhendé à travers le degré de *spécialisation horizontale* ou *fonctionnelle* («largeur de l'organigramme») qui indique le nombre de services, et à travers le degré de *spécialisation verticale* (ou «hauteur de l'organigramme») qui mesure le nombre de niveaux hiérarchiques, c'est-à-dire la longueur de la «chaîne de commandement».

- Les degrés de *standardisation* et de *formalisation* permettant d'évaluer respectivement le degré d'existence de règles ou de normes écrites et non écrites qui s'imposent aux membres de l'organisation (ici les gérants de portefeuille) et permettant de créer une zone de stabilité de leurs comportements.

- Le degré de contrôle, entendu ici «comme processus d'orientation des comportements dans l'organisation» (De Bodt et Bouquin, 2001). Le contrôle est souvent analysé conjointement avec le concept de planification stratégique. En effet, il ne peut y avoir de contrôle sans planification préalable et les plans perdent toute leur efficacité s'il n'y a pas de suivi, c'est-à-dire de contrôle. Ainsi, selon la définition qu'en donne Mintzberg (1979): «on peut distinguer deux types de système de planification et de contrôle : le système de "contrôle des performances" (ou des résultats) qui est de nature générale et s'intéresse aux résultats des actions, et la "planification des actions" qui intervient avant les faits». Dans le cadre de notre travail, nous analysons uniquement le contrôle des performances des gérants de portefeuille au travers notamment de la fréquence de ces contrôles.

- A côté de ces caractéristiques quelque peu classiques en analyse des organisations, nous en avons adjoint une autre appréhendant le *degré de concertation* caractérisé par le nombre

d'organes collégiaux de prise de décisions (comités d'investissement, comités de gestion, etc.). Ces instances collégiales regroupent souvent les éminences grises de la SGP. C'est dans ces instances que sont souvent adoptées les grandes orientations d'allocation d'actifs auxquelles les gérants devraient formellement se conformer. La mise en place de cette variable permet ainsi d'évaluer le degré d'intégration des gérants de portefeuille aux politiques d'investissement de la SGP.

- Enfin, le type de *leadership* pratiqué dans les différents organes de concertation permet de tenir compte du degré avec lequel les gérants de portefeuille sont associés ou non à la définition des grandes orientations stratégiques. C'est en effet au sein des différents organes de concertation que les gérants de portefeuille peuvent exprimer leur point de vue vis-à-vis de la hiérarchie.

2.2. LES VARIABLES D'INTERACTION ENTRE ACTEURS

Contrairement au groupe de variables de la structure formelle inspirées essentiellement de concepts issus d'études antérieures, les modalités du groupe des variables d'interaction entre acteurs relèvent essentiellement de l'observation du terrain. Pour formaliser ce groupe de variables, nous avons distingué deux niveaux d'analyse :

- le premier niveau concerne les interactions entre acteurs internes, c'est-à-dire l'intensité des communications interpersonnelles dans l'organisation, les échanges d'informations et d'expertises entre opérateurs au sein de la SGP ;
- le deuxième niveau est celui des interactions avec les acteurs externes, appréhendées à travers l'intensité des échanges avec l'extérieur de l'organisation. En effet, les relations avec les autres intermédiaires spécialisés, les échanges d'informations avec les confrères externes, sont autant de relations pouvant apporter d'évidentes complémentarités dans la prise de décision des gérants de portefeuille.

2.3. LES VARIABLES DE CONTEXTE

Il s'agit ici des variables liées à la démographie de l'organisation (Desreumaux et Romelaer, 2001). Pour formaliser le contexte de la SGP, nous nous sommes largement inspirés des travaux issus des analyses de la théorie de la contingence et des travaux de Kalika (1984, 1995) et de Desreumaux et Romelaer (2001). Les variables de contexte retenues sont :

- La taille qui est, en général, censée jouer un rôle dans les comportements organisationnels des entreprises. Plusieurs études empiriques ont en effet mis en évidence une corrélation positive, par exemple entre la taille et le degré de structuration de l'entreprise (Kalika, 1984, 1995). Trois critères de taille sont pris en compte : l'effectif salarié, le nombre et le montant des fonds gérés ;
- Le type de propriété (organisation filiale ou organisation indépendante), c'est-à-dire la dépendance ou non de l'entreprise vis-à-vis d'une entité extérieure. Certaines études ont montré que l'entreprise dépendante et contrôlée de l'extérieur aura tendance à formaliser en grande partie ses comportements car les responsables devraient justifier les résultats de leurs actions auprès des tiers.

2.4. LA VARIABLE RELATIVE A LA PERFORMANCE DES FONDS GERES

Depuis le modèle moyenne-variance proposé par Markowitz (1952), le couple Rentabilité/Risque est au cœur de l'évaluation des performances en gestion de portefeuille. Plusieurs méthodologies principalement issues des travaux classiques de Treynor (1965), Sharpe (1966) et Jensen (1968), permettent de représenter très concrètement les paramètres de rentabilité et de risque. Le choix d'une méthodologie est cependant délicat face aux multiples outils existants. Parmi ces derniers, le **ratio d'information** a tout de même retenu notre attention pour l'étude. En effet, dans la pratique, bon nombre de gérants de portefeuille adoptent une gestion dite "active" dont l'objectif est de suivre et de battre un indice. Le ratio d'information est censé mieux caractériser cette situation.

2.4.1. Le ratio d'information comme mesure de performance

Si l'on considère un portefeuille p et un portefeuille de référence m , le ratio d'information est le rapport entre l'excès de rentabilité du portefeuille p par rapport au portefeuille de référence m , compte tenu de l'excès de risque pris par le gestionnaire à s'être écarté du portefeuille de référence. Il constitue ainsi une mesure du succès d'une gestion active autour d'une référence (ou *benchmark*) avec, au numérateur, l'écart de rentabilité obtenu qui peut être positif ou négatif, et, au dénominateur, le risque pris à s'être écarté du portefeuille de référence. Cela donne:

$$I_p = (R_p - R_m) / \sigma(R_p - R_m) \quad (1)$$

Avec I_p le ratio d'information; $(R_p - R_m)$ l'excès ou le déficit de la rentabilité du portefeuille (R_p) sur la rentabilité du portefeuille de marché (R_m); $\sigma(R_p - R_m)$ le degré de risque pris à s'être écarté du portefeuille de référence. Ce dernier argument s'appelle "écart de suivi" (ou *Tracking error*). On peut le développer selon la formule classique de l'écart-type, soit :

$$Ecart\ de\ suivi = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_1^T [(R_p - R_m) - (\overline{R_p - R_m})]^2} \quad (2)$$

Avec T , le nombre d'observations.

En outre, à cause des différentes critiques évoquées par la littérature à l'encontre de l'écart-type², les moments partiels inférieurs d'ordre 2 (MPI2) ont été utilisés comme mesure de risque.

2.4.2. Les moments partiels d'ordre 2 comme mesure de risque

Les MPI2 sont fondés sur l'attitude de l'investisseur face au risque d'avoir une rentabilité inférieure à un seuil. Il est donc important de contrôler le risque d'obtenir des rentabilités inférieures à ce seuil. Le problème consiste ainsi à remplacer la variance par les MPI2 qui ne tiennent compte que des fluctuations de risque inférieures au seuil fixé. De manière générale, le moment partiel inférieur d'ordre n des rentabilités d'un portefeuille R_p par rapport à une cible m (généralement la moyenne des rentabilités, à défaut d'une rentabilité requise fixée au départ ou de la rentabilité d'un portefeuille de marché) se calcule par la formule :

$$MPI_n = \sum_{R_p = -\infty}^m P_p (m - R_p)^n = \sum_{p=1}^K P_p [\min(0, R_p - m)]^n \quad (3)$$

Avec P_p la probabilité d'obtenir la rentabilité p et R_p une variable aléatoire représentant les rentabilités du portefeuille. L'expression $[\min(0, R_p - m)]$ signifie que, si une rentabilité donnée est supérieure à la cible, l'écart entre la rentabilité et la cible est remplacé par 0, sinon l'écart est pris en compte pour sa valeur dans la somme. Le moment partiel d'ordre 2 qui nous intéresse est le carré des écarts négatifs à la moyenne également appelé *semi-variance*. Selon les termes de la *tracking error*, les MPI2 sont calculés comme suite :

²L'écart-type intègre dans la mesure du risque autant les écarts positifs que les écarts négatifs à la moyenne des rentabilités. Or, compte tenu de la fonction d'utilité de l'investisseur, à savoir, minimiser le risque et maximiser la rentabilité, seuls les écarts de rentabilités négatifs à la moyenne représentent un risque. Pour pallier cette anomalie, nous avons choisi d'utiliser une autre mesure du risque.

Si $(Rp - Rm) > \overline{(Rp - Rm)}$ alors le résultat de $(Rp - Rm) - \overline{(Rp - Rm)}$ est égal à 0.

Si $(Rp - Rm) \leq \overline{(Rp - Rm)}$ alors le résultat de $(Rp - Rm) - \overline{(Rp - Rm)}$ est intégré dans la formule de l'équation (2).

3. DONNEES ET ECHANTILLONS

La collecte de données et les échantillons sont fondés sur des informations qualitatives et quantitatives, portant respectivement sur les variables organisationnelles et sur la variable relative à la mesure des performances.

3.1. LES DONNEES ORGANISATIONNELLES

Les données organisationnelles ont été collectées à travers une enquête postale accompagnée d'appels téléphoniques qui ont annoncé et suivi l'envoi des questionnaires aux répondants, sur la période allant de Début 1998 jusqu'au milieu de l'année 2000. Les questionnaires ont été soumis aux gérants de portefeuille, acteurs clés au sein des SGP. Le processus de collecte a permis de constituer un échantillon de 59 SGP, soit un taux de près de 20% par rapport à la population de SGP de la place de Paris au moment de l'étude. Les SGP de l'échantillon géraient environ 500 milliards d'Euros, soit plus de 76% du total de l'actif des fonds d'investissement gérés sur la place boursière parisienne au moment de l'étude. Ainsi, l'échantillon de l'étude représentait plus des 2/3 du montant total des fonds gérés en France au moment de l'étude, ce qui était très représentatif de la population totale.

3.2. LES DONNEES RELATIVES A LA MESURE DES PERFORMANCES

Les données collectées portent sur la période allant de la première semaine de 1993 à la dernière semaine de 1999, soit sept années pleines. Ainsi, pour intégrer un OPCVM dans l'étude, il fallait disposer de toutes ses valeurs liquidatives hebdomadaires durant toute cette période. La société Europerformance, l'une des plus grandes bases de données sur les fonds d'investissement en France, a bien voulu nous fournir l'ensemble des valeurs liquidatives hebdomadaires. Dans notre démarche, le choix d'un échantillon de fonds investis principalement sur des actifs risqués a été délibérément adopté. En effet, si le gérant possède une réelle expertise, c'est dans l'art de la gestion actions qu'il préférera l'exercer. Les données portent sur les fonds commercialisés, c'est-

à-dire ceux dont les parts de portefeuilles peuvent être librement acquis par les souscripteurs. Certains fonds ont été délibérément exclus de l'étude du fait de leur nature non pertinente à l'étude (les fonds assortis d'une protection ; les fonds monétaires ; les fonds issus des techniques de gestion "multigérants"). Finalement, compte tenu de l'ensemble des critères de sélection, un total de 324 OPCVM (126 FCP et 198 SICAV) est intégré à l'étude.

4. L'ETUDE TYPOLOGIQUE

L'étude typologique va consister tout d'abord à regrouper les SGP de l'échantillon en fonction de leurs similitudes du point de vue des variables de l'étude. Pour cela, une classification hiérarchique ascendante permettra de subdiviser l'échantillon initial en sous-groupes. Nous préciserons ensuite les modalités ou les variables qui expliquent le plus cette séparation. Il conviendra ensuite de s'interroger sur la relation entre les sous-groupes et la performance afin de mettre en évidence la ou les typologies organisationnelles de SGP les plus ou les moins performantes. Enfin, pour affiner notre analyse, il conviendra de s'interroger sur les contributions des variables au sein des différentes typologies organisationnelles quant à l'explication de la performance. On peut en effet supposer que la relation entre une typologie organisationnelle et la performance soit imputable à l'effet d'une variable, ou alors à la conjonction de plusieurs variables organisationnelles.

4.1. LA CONSTRUCTION ET LA DESCRIPTION DES TYPOLOGIES ORGANISATIONNELLES

4.1.1. L'élaboration des typologies ou classes d'entreprises

Afin de comprendre comment les SGP de l'échantillon se rapprochent les uns des autres, nous avons adopté la méthode de *classification hiérarchique ascendante* (CHA) qui est, en pratique, la méthode la plus utilisée. La CHA permet, au sein d'un ensemble d'individus statistiques, de comprendre comment ces individus se rapprochent les uns des autres en des groupes homogènes au vu des indicateurs qui les caractérisent (ici, les variables organisationnelles). Il s'agit alors de créer une typologie qui consiste à regrouper les deux individus les plus proches, et à réitérer le processus jusqu'au regroupement complet, la dernière classe comprenant toute la population de l'échantillon. Pour ce faire, il nous a fallu spécifier au préalable la distance à insérer entre deux groupes d'individus. Parmi les indicateurs de distance existants, nous avons utilisé la "*méthode de Ward*" qui nous semblait la plus adaptée à notre étude car s'appliquant bien aux petits

échantillons³. Cette méthode consiste à agglomérer les groupes ou classes de façon à ce que la trace de la perte d'inertie (dispersion au sein de la classe) interclasse soit minimale.

Le schéma figurant en *annexe A* montre l'arbre hiérarchique (ou *dendogramme*) résultant de la classification effectuée à l'aide du logiciel SPSS (*Quick cluster* du progiciel SPSS pour Windows). L'échelle horizontale (ou indice de fusion) correspondant au niveau d'agrégation (c'est-à-dire la distance à laquelle deux groupes d'individus ont été réunis) permettant de préciser à quel niveau se forment les groupes. A chaque classe correspond une inertie indiquant la dispersion au sein de la classe. Plus le taux d'inertie est élevé, plus la classe est située au sommet de l'arbre.

L'arbre hiérarchique ainsi indicé nous a permis de visualiser rapidement l'appartenance de tout individu à un groupe, à chaque niveau d'agrégation ou de fusion. Le nombre de classes à retenir dépend de la structure de l'arbre hiérarchique et de la finesse souhaitée pour la segmentation.

L'arbre hiérarchique subdivise l'échantillon d'entreprises en huit groupes correspondant à huit nœuds numérotés de 1 à 8. Les nœuds numéros sept et huit situés au sommet de la hiérarchie subdivisent l'échantillon en deux groupes d'importance inégale : le nœud numéro sept englobe à lui seul 58 SGP, alors que le nœud numéro huit n'en contient qu'une seule. De ce fait, les classes numéros 7 et 8 ne seront pas retenues. Le nœud numéro sept donne naissance aux classes 5 et 6 qui contiennent chacune 47 et 11 entreprises. Nous retenons la classe 5 du fait de sa faible inertie (1 comparée à l'inertie totale de l'indice de fusion : 25). Il s'agit d'un groupement d'entreprises très homogènes. Nous retenons également la classe 6 car elle contient la quasi-totalité des entreprises restantes. On peut rattacher aux entreprises de la classe 6 la dernière entreprise issue de la classe 8, les taux d'inertie entre les deux classes étant les plus proches.

Nous aboutissons donc à une partition des 59 SGP de l'échantillon en deux groupes, respectivement de 47 et 12 entreprises, que nous appellerons désormais classe 1 et classe 2.

Cette segmentation étant effectuée, il convient maintenant de mettre en évidence les profils des classes d'entreprises en analysant les variables qui les caractérisent.

³ SAS Institute Inc., SAS/STA User's Guide, Version 6, Fourth Edition, Vol. 1, Cary, 1989, p.536.

4.1.2. Les profils organisationnels des classes d'entreprises

Pour déterminer les profils des classes d'entreprises, nous avons utilisé la procédure "PLS DA" (*Partial Least Squares Discriminant Analysis*) du logiciel SIMCA-P. Cette procédure permet d'effectuer une analyse discriminante permettant de déterminer les caractéristiques principales qui distinguent un ou plusieurs groupes d'individus (ici, les caractéristiques qui opposent les deux classes d'entreprises retenues à l'étape précédente).

Le *tableau 1* présente dans sa première colonne, les VIP (*Variable Importance in the Projection*). Les VIP indiquent quelles sont, par ordre d'importance, les caractéristiques principales qui distinguent les deux classes d'entreprises. Les deux colonnes suivantes du tableau indiquent, pour chacune des classes (\$DA1 = Classe 1; \$DA2 = Classe 2), le poids et l'importance ou non (poids en positif ou en négatif) de chaque variable dans la classe.

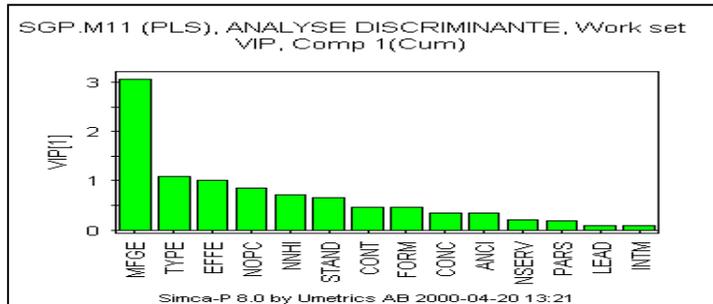
Tableau 1: Résultats de l'analyse discriminante des classes d'entreprises

	VIP[1] (cum)	\$DA1 CoeffCS[1]	\$DA2 CoeffCS[1]
MFGE	3,06319	-0,324847	0,324847
TYPE	1,08818	-0,1154	0,1154
EFFE	1,01225	-0,107348	0,107348
NOPC	0,845239	-0,0896365	0,0896365
NNHI	0,716885	-0,0760247	0,0760247
STAND	0,650966	-0,0690342	0,0690342
CONT	0,458601	-0,048634	0,048634
FORM	0,457733	-0,048542	0,048542
CONC	0,350674	-0,0371885	0,0371885
ANCI	0,342999	0,0363746	-0,0363746
NSERV	0,203695	-0,0216016	0,0216016
PARS	0,194294	-0,0206046	0,0206046
LEAD	0,0958008	0,0101596	-0,0101596
INTM	0,0843301	0,0089431	-0,0089431

A l'analyse des VIP, les résultats montrent que les SGP des deux classes d'entreprises se distinguent principalement par leur montant des fonds gérés (MFGE), le type de propriété (TYPE : SGP indépendante ou SGP filiale), l'effectif (EFFE) et le nombre d'OPCVM gérés (NOPC). Ensuite, viennent le nombre de niveaux hiérarchiques, c'est-à-dire la différenciation verticale (NNHI), le degré de standardisation (STAND), le degré de contrôle (CONT), le degré de formalisation (FORM), l'importance des mécanismes de concertation (CONC), l'ancienneté de la SGP (ANCI), le nombre de services, c'est-à-dire la différenciation horizontale (NSERV), le degré de partage de savoirs entre acteurs internes (PARS), le style de leadership (LEAD) et,

enfin, le degré d'interaction avec le marché (INTM). L'histogramme suivant (*histogramme 1*) permet de visualiser l'ordre d'importance de ces variables.

Histogramme 1: ordre d'importance des facteurs distinguant les deux classes d'entreprises



Dans cet histogramme, les caractéristiques les plus élevées sont celles qui discriminent le plus les entreprises des deux classes, tandis que les caractéristiques les plus faibles sont celles qui les discriminent le moins. Hormis l'ancienneté de l'entreprise, nous pouvons remarquer que les facteurs de différenciation les plus importants sont ceux liés au contexte de l'entreprise. Plus précisément, ce sont les facteurs de taille (le montant des fonds gérés, l'effectif et le nombre d'OPCVM) et le type de propriété (SGP filiale ou SGP indépendante) qui distinguent nettement les entreprises des deux classes. Parmi les variables organisationnelles, le nombre de niveaux hiérarchiques se situe en première position alors que le style de leadership et le degré d'interaction avec le marché ne différencient que très peu les comportements organisationnels des entreprises des deux classes.

Le tableau suivant (*tableau 2*) indiquent les modalités qui caractérisent les deux classes d'entreprises.

Tableaux 2: Profils des classes d'entreprises

Caractéristiques les moins importantes pour la classe 1 et les plus importantes pour la classe 2	Caractéristiques les plus importantes pour la classe 2 et les moins importantes pour la classe 1
Montant des fonds gérés (MFGE)	
Type d'entité (TYPE) ⁴	
Effectif (EFFE)	
Nombre d'OPCVM gérés (NOPC)	Ancienneté (ANC)
Nombre de niveaux hiérarchiques (NNHI)	Style de leadership (LEAD)
Degré de standardisation (STAND)	Degré d'interaction avec le marché (INTM)
Degré de contrôle (CONT)	
Degré de formalisation (FORM)	
Importance d'organes de concertation (CONC)	
Nombre de services (NSERV)	
Partage de savoirs (PARS)	

Nous pouvons observer que les entreprises de la classe 1 se caractérisent par une faible importance du montant des fonds gérés et du nombre d'OPCVM gérés : il s'agit de SGP indépendantes, employant peu de main d'œuvre, peu différenciées verticalement (nombre de niveaux hiérarchiques) et horizontalement (nombre de services), standardisant, contrôlant et formalisant peu la conduite quotidienne de leurs activités et, enfin, possédant un faible niveau de partage de savoirs et de concertation dans l'organisation du fait, sans doute, de la moindre importance de l'effectif. A contrario, ces mêmes entreprises sont caractérisées par une ancienneté plus élevée, un fort niveau de leadership qui représente une plus forte autonomie accordée aux gérants de portefeuille, et un fort niveau d'interaction avec le marché pouvant être expliquée par la faible différenciation horizontale (nombre de services) et le moindre effectif, conduisant les acteurs à recourir le plus souvent à des partenaires externes. Ces caractéristiques nous conduisent à qualifier les SGP de cette classe de "**structures simples**". Elles correspondent dans la pratique aux SGP de petite taille au sein desquelles le gérant de portefeuille se trouve être l'acteur sur qui repose la quasi-totalité des tâches de gestion.

La logique organisationnelle inverse, opposant les modalités des entreprises de la classe 1 à celles des entreprises de la classe 2, correspond dans la pratique aux grandes entités de gestion où les processus de gestion peuvent apparaître beaucoup plus complexes. De ce fait, nous sommes conduit à qualifier les SGP de cette classe de "**structures complexes**". Il est observé dans les

⁴Le type d'entité est matérialisé dans le questionnaire d'enquête par 1 ou 2. Le 1 correspondait aux "SGP" indépendantes; le 2 aux SGP filiales. La présence du type d'entité dans les caractéristiques les moins importantes implique donc la présence de SGP indépendantes dans cette classe d'entreprise.

SGP de cette classe, l'importance des différents critères de taille [effectif (EFFE), nombre d'OPCVM (NOPC) et montant des fonds gérés (MFGE)], l'importance des degrés de différenciation verticale (NNHI) et horizontale (NSERV). On notera également l'importance du contrôle (CONT), du degré de concertation (CONC), de la formalisation (FORM) et de la standardisation (STAND) permettant souvent d'assurer la socialisation des acteurs du fait probablement de l'importance de la taille. L'importance du degré de partage de savoirs entre acteurs internes (PARS) est également observée, celle-ci pouvant être justifiée par l'importance de l'effectif au sein de ces entités, et pouvant conduire à une intensité plus forte des interactions entre acteurs internes à la SGP. Le type d'entité (TYPE) dans cette classe d'entreprises correspond aux SGP de type filiale. Or, ce sont les SGP filiales de grands réseaux de collectes qui possèdent les critères de taille les plus importants, tant sous l'angle de l'effectif, du montant des fonds gérés que du nombre d'OPCVM gérés. A contrario, l'ancienneté (ANCI) apparaît peu importante dans les entreprises de cette classe. Ce qui peut paraître logique dans la mesure où les politiques de filialisation entreprises par les grands réseaux de collecte sont récentes. Enfin, le style de leadership (LEAD) et le degré d'interaction avec le marché (INTM) apparaissent peu importants dans les entreprises de la classe 2. D'une part, même si les gérants de portefeuille se voient souvent associés à la définition des grandes orientations de gestion au sein des différents auxiliaires de concertation, ils se voient généralement, au sein de ces instances, fixer des critères d'investissement à atteindre ou à ne pas dépasser. Ce qui peut être considéré comme un style de leadership plutôt autocratique. D'autre part, l'univers des grandes structures de gestion est souvent orienté vers la gestion de masse pour laquelle la présence de nombreux services dans la chaîne de valeur peut être jugée utile. Le gérant de portefeuille dispose souvent d'une logistique interne plus importante, d'où l'importance de la différenciation verticale (NNHI) et de la différenciation horizontale (NSERV).

Après avoir construit les typologies organisationnelles et observé les profils-types de ces dernières, il convient maintenant d'analyser les liens que possèdent ces typologies avec la performance.

4.2. La comparaison des performances au sein des typologies organisationnelles observées

On pose ici la question de savoir si les SGP de la classe 1 ("*structures simples*") et celles de la classe 2 ("*structures complexes*") affichent en moyenne des performances financières semblables, ou si les SGP de la classe 1 affichent en moyenne des performances financières supérieures à celles des SGP de la classe 2, ou inversement. Pour répondre à cette question, une comparaison de moyennes entre les deux classes d'entreprises va être effectuée afin de déterminer la typologie organisationnelle la plus ou la moins performante. Pour procéder à ces comparaisons, nous avons utilisé différents tests de "*statistiques de groupe*" jugés pertinents, et contenus dans le logiciel SPSS.

Comme les tailles des échantillons des deux classes d'entreprises sont inférieures à 30 observations, il nous fallait, avant de procéder au test de comparaison de moyennes, effectuer un test de normalité afin de vérifier si les deux échantillons proviennent de données régies par une loi normale (MARTIN, 1994). Les résultats du test de normalité effectué sur les échantillons des deux classes d'entreprises figurent respectivement dans les *tableaux 3* ("*structures simples*") et 4 ("*structures complexes*").

Tableau 3: Résultats du test de normalité de la performance financière des entreprises de la classe 1 ("*structures simples*")

NPar Tests			
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
			PERF
N			47
Normal Parameters	a,b	Mean	-4,6E-02
		Std. Deviation	6,81E-02
Most Extreme Differences		Absolute	,324
		Positive	,186
		Negative	-,324
Kolmogorov-Smirnov Z			2,224
Asymp. Sig. (2-tailed)			,297

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.

Tableau 4: Résultats du test de normalité de la performance financière des entreprises de la classe 2 ("structures complexes")

NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			PERF
N			12
Normal Parameters	a,b	Mean	-5,6E-02
		Std. Deviation	4,00E-02
Most Extreme Differences		Absolute	,233
		Positive	,233
		Negative	-,170
Kolmogorov-Smirnov Z			,807
Asymp. Sig. (2-tailed)			,532

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.

D'après les résultats du test, les performances financières observées sur les SGP des deux classes sont régies par une loi normale au seuil de signification $\alpha=5\%$ (en considérant que "Sig.2-Tail" doit être $< 2\alpha$ pour rejeter l'hypothèse de normalité des observations ; or nous avons respectivement : $0,297 > 0,10$ et $0,532 > 0,10$). Nous pouvons donc effectuer un test de comparaison de moyennes sur la performance financière des deux classes d'entreprises. Le **tableau 5** présente les résultats obtenus avec la procédure de comparaison de moyennes "T-TEST" du logiciel SPSS.

Tableau 5: Résultats du test de comparaison de moyennes de la performance financière des classes d'entreprises

T-Test										
Group Statistics										
CLASSE		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean					
PERF	1,00	47	-4,6E-02	6,8130E-02	9,94E-03					
	2,00	12	-5,6E-02	3,9951E-02	1,15E-02					
Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
PERF	Equal variances assumed	5,305	,025	,498	57	,620	1,026E-02	2,059E-02	-3,1E-02	5,15E-02
	Equal variances not assumed			,674	29,510	,505	1,026E-02	1,522E-02	-2,1E-02	4,14E-02

Pour interpréter ce tableau, il nous faut proposer un certain nombre d'hypothèses statistiques.

Notre *première hypothèse* consiste à considérer qu'en moyenne les performances financières des SGP de la classe 1 (*m1*) sont semblables à celles des SGP de la classe 2 (*m2*), d'où l'hypothèse H0 suivante :

H0: en moyenne, les performances financières des SGP de la classe 1 ("structures simples") sont semblables à celles des SGP de la classe 2 ("structures complexes"), soit : ($m1=m2$).

Notre *deuxième hypothèse* consiste à dire qu'en moyenne, les performances financières des SGP de la classe 1 sont différentes de celles des SGP de la classe 2, d'où l'hypothèse H1 suivante:

H1: en moyenne, les performances financières des SGP de la classe 1 sont différentes de celles des SGP de la classe 2, soit : $m1 \neq m2$.

Si tel est le cas, deux situations s'avèrent possibles :

Soit, en moyenne, les performances financières des SGP de la classe 1 sont supérieures à celles des SGP de la classe 2, d'où :

H1: en moyenne, les performances financières des SGP de la classe 1 sont supérieures à celles des SGP de la classe 2, soit : $m1 > m2$;

Ou alors, en moyenne, les performances financières des SGP de la classe 1 sont inférieures à celles des SGP de la classe 2, d'où:

H1: en moyenne, les performances financières des SGP de la classe 1 sont inférieures à celles des SGP de la classe 2, soit : $m1 < m2$.

La règle d'interprétation consiste à regarder si, au seuil de signification de $\alpha = 5\%$, la différence de moyenne (*Mean difference*) entre les deux classes d'entreprises est significative selon la contre hypothèse H1. Pour cela,

si $m1 \neq m2$, on ne retient pas l'hypothèse H0 au cas où "Sig.2-Tail" $< \alpha$

si $m1 > m2$, on ne retient pas l'hypothèse H0 au cas où "Sig.2-Tail" $< 2\alpha$

si $m1 < m2$, on ne retient pas l'hypothèse H0 au cas où "Sig.2-Tail" $< 2\alpha$

Les résultats du *tableau 5* indiquent : $m1 - m2$ (*Mean difference*) = $1,026^E - 0,2$

Selon ce résultat, les performances des SGP de la classe 1 ("*structures simples*") seraient, *a priori*, en moyenne supérieures à celles des SGP de la classe 2 ("*structures complexes*"), puisque $m1 > m2$ (premier cas de l'hypothèse H1). Mais il convient de vérifier si cette différence est significative en regardant si "*Sig.2-Tail*" $< 2\alpha$. Le résultat donne $0,620 > 0,1$.

On ne rejette donc pas H0 et on ne retient pas H1. Ainsi :

l'hypothèse selon laquelle les performances des SGP de la classe 1 sont en moyenne égales à celles des SGP de la classe 2 est vraisemblable.

Donc, il n'existerait pas de différence significative entre les niveaux de performances financières des SGP possédant des "structures simples" et ceux des SGP possédant des "structures complexes".

Cela signifie que l'on trouve autant de SGP affichant de bonnes performances et de SGP affichant de moins bonnes performances, parmi les SGP possédant des "structures simples" que parmi les SGP possédant des "structures complexes".

Cependant, ce résultat n'exclut peut-être pas que des variables (ou des combinaisons de variables) organisationnelles au sein des différentes typologies possèdent un effet positif ou négatif sur la performance. C'est cette optique qu'il convient d'appréhender maintenant en analysant les contributions des variables quant à l'explication de la performance.

4.3. L'ANALYSE DES CONTRIBUTIONS DES VARIABLES A L'EXPLICATION DE LA PERFORMANCE DES CLASSES D'ENTREPRISES

Pour effectuer cette analyse, nous avons utilisé la procédure de régression PLS du logiciel SIMCA-P. L'avantage de cette procédure est de pouvoir réaliser une régression de la variable Y sur des variables X_1, \dots, X_p pouvant être hautement corrélées entre elles⁵. De même, cette régression peut traiter des matrices ayant un nombre de variables explicatives supérieur au nombre d'observations. Enfin, la régression PLS étant basée sur l'algorithme NIPALS (*Non Linear Iterative Partial Least Square*) (WOLD, 1975), elle peut traiter des matrices ayant des données manquantes sans avoir à supprimer les individus à données manquantes⁶. Il s'agit donc d'appliquer, dans le cadre de notre analyse, la régression PLS aux variables X_j décrivant, pour chaque classe d'entreprises, les variables organisationnelles de ladite classe, par rapport à la variable Y, décrivant à chaque fois la performance. Nous présenterons successivement les résultats de l'analyse des contributions des variables à l'explication de la performance financière des SGP possédant des "structures simples", puis ceux relatifs aux contributions des variables à l'explication de la performance financière des SGP possédant des "structures complexes".

4.3.1 L'analyse des contributions des variables à l'explication de la performance des SGP possédant des "structures simples"

Les résultats de la régression PLS du logiciel SIMCA-P permettent de découvrir les contributions de chaque variable explicative X_j (au sein d'un groupe de variables explicatives X_p) à la variable expliquée Y, à partir du calcul des coefficients de corrélation partielle correspondants. Les corrélations partielles mesurent la relation linéaire de chaque variable explicative avec la variable expliquée Y, lorsque l'on a enlevé l'effet linéaire des variables explicatives restantes. Le *tableau 8* permet de visualiser les coefficients de corrélation partielle fournis par le logiciel SIMCA-P.

⁵ Cet aspect constitue souvent un obstacle aux analyses de régression classiques

⁶ La description de cet algorithme est contenue dans TENENHAUS M. (1998), « La régression PLS. Théorie et pratique », Chap.7.

Tableau 8: Contributions des variables à l'explication de la performance financière des entreprises de la classe 1 (les "structures simples")

CoeffCS[1]	PERF	(R ² = 0,32)
Interaction avec le marché (INTM)	0,271507	
Effectif (EFFE)	0,220883	
Concertation (CONC)	0,115611	
Partage de savoirs (PARS)	0,0929954	
Leadership (LEAD)	0,0883445	
Nombre d'OPCVM gérés (NOPC)	0,0751269	
Montant des fonds gérés (MFGE)	0,0728035	
Type de propriété (TYPE)	0,0368237	
Degré de standardisation (STAND)	0,0241617	
Ancienneté de l'entreprise (ANCI)	0,0108299	
Nombre de niveaux hiérarchiques (NNHI)	0,010589	
Nombre de services (NSERV)	0,00183089	
Degré de formalisation (FORM)	-0,00816055	
Degré de contrôle (CONT)	-0,056741	

Pour les SGP possédant des "structures simples", les coefficients de corrélation partielle montrent que la performance financière serait expliquée essentiellement par le degré d'interaction avec le marché (INTM), l'effectif (EFFE) et le degré de concertation (CONC). *La croissance de ces modalités pourrait ainsi être associée de manière positive avec la performance au sein de ce type d'entité, constituant ainsi des gages d'efficacité financière.* En revanche, le degré de formalisation (FORM) et le degré de contrôle (CONT) affichent des coefficients de corrélation partielle négatifs. Ces variables pourraient donc s'avérer moins déterminantes quant à l'explication de la performance financière dans les SGP possédant des "structures simples". En particulier, cela signifierait que l'association, au sein des SGP possédant des "structures simples", du recours à l'écrit et du contrôle, ne conduirait pas à davantage de performance. Il faut reconnaître que dans ce type d'entité où le gérant de portefeuille se trouve souvent à l'interface de tâches très diverses, une certaine flexibilité d'action semble utile afin de permettre au gérant de réagir rapidement aux sollicitations du marché. En outre, il est tentant de faire remarquer que parmi les variables contribuant très positivement à l'explication de la performance, seul le degré d'interaction avec le marché (INTM) se présente comme l'une des trois modalités organisationnelles les plus importantes observées plus haut dans l'analyse du profil organisationnel des SGP possédant des "structures simples". En revanche, l'effectif (EFFE) et le degré de concertation (CONC) se présentaient comme étant les modalités les moins présentes dans ce même type d'entités. Face à ce constat, il peut être auguré que l'accroissement de l'effectif

et du degré de concertation dans les SGP possédant des "structures simples" pourrait conduire à améliorer la performance financière dans ce type d'entité.

L'analyse des contributions des variables à l'explication de la performance des SGP possédant des "structures simples" étant présentée, il s'agit maintenant de présenter celle relative aux contributions des variables à l'explication de la performance des SGP possédant des "structures complexes".

4.3.2. L'analyse des contributions des variables à l'explication de la performance des SGP possédant des "structures complexes"

Les coefficients de corrélation partielle fournis par le logiciel SIMCA-P permettant de découvrir les contributions des modalités organisationnelles des entreprises de la classe 2 à l'explication de la performance financière sont présentés dans le *tableau 10*.

Tableau 10: Contributions des variables à l'explication de la performance financière des entreprises de la classe 2 (les "structures complexes")

CoeffCS[1]	PERF (R ² = 0,32)
Partage de savoirs (PARS)	0,187355
Degré de concertation (CONC)	0,177094
Effectif (EFFE)	0,145231
Montant des fonds gérés (MFGE)	0,142287
Nombre d'OPCVM gérés (NOPC)	0,137673
Style de leadership (LEAD)	0,077598
Degré d'interaction avec le marché (INTM)	0,0593489
Nombre de niveaux hiérarchiques (NNHI)	0,0543857
Type d'entité (TYPE)	0,0410048
Nombre de services (NSERV)	0,030937
Ancienneté (ANCI)	0,0167752
Degré de standardisation (STAND)	-0,179418
Degré de contrôle (CONT)	-0,192248
Degré de formalisation (FORM)	-0,250252

S'agissant des SGP possédant des "structures complexes", la mise en évidence des coefficients de corrélation partielle fait apparaître une performance variant positivement, et par ordre décroissant, essentiellement en fonction : de l'intensité du partage de savoirs (PARS), du degré de concertation (CONC), de l'effectif (EFFE), du montant des fonds gérés (MFGE) et, enfin, du nombre d'OPCVM sous gestion (NOPC). Pour les SGP possédant des "structures complexes", ces

éléments pourraient être associés à l'accroissement de la performance. En revanche, les degrés de standardisation (STAND), de contrôle (CONT) et de formalisation (FORM) présentent des coefficients de corrélation partielle négatifs. Ce qui laisse penser que la présence de nombreuses procédures, du recours important à l'écrit, ainsi que l'intensité du contrôle, auraient des effets négatifs sur la performance financière dans les SGP possédant des "structures complexes".

CONCLUSION

La gestion d'actifs constitue une industrie en pleine expansion dans les pays qui disposent d'une bourse de valeurs. Alors que l'essentiel de la littérature sur la gestion d'actifs porte sur la mesure des performances des gérants de portefeuille, l'objectif de cet article était d'examiner le lien entre les typologies organisationnelles observées au sein de l'univers des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et la performance financière des fonds gérés. Une analyse typologique a permis d'identifier deux catégories de SGP : les SGP possédant une "*structure simple*" et les SGP possédant une "*structure complexe*". Une mise en relation entre les typologies organisationnelles observées et la performance a ensuite été effectuée. Les résultats montrent qu'en moyenne, la performance des gérants est indépendante des typologies organisationnelles observées. On trouve autant de SGP performantes ou non performantes parmi les SGP possédant une "structures simple" que parmi les SGP possédant une "structure complexe". Cependant, certaines variables organisationnelles au sein des différentes typologies sont associées positivement ou négativement à la performance.

Les conclusions de ce travail ne sont pas neutres en termes académique et managérial. En effet, la simple connaissance des pratiques organisationnelles des SGP nous semble intéressante et utile pour les sciences de gestion compte tenu de l'importance qu'occupent aujourd'hui ces entités sur les marchés financiers. Pour cette raison, les résultats et les conclusions, mêmes modestes, auxquels nous sommes parvenus, permettent d'enrichir notre compréhension du comportement des investisseurs sur les marchés financiers. Par ailleurs, notre démarche de modélisation est originale car, en gestion de portefeuille, les modélisateurs se sont généralement intéressés à la représentation du *comportement individuel* de l'investisseur, mais rarement aux aspects collectifs ou organisationnels. Or, de nos jours, les stratégies de placement s'effectuent de plus en plus dans des espaces collectifs (SGP, clubs d'investissement, forums de discussions sur Internet, etc.) où

se jouent des facteurs tels que le partage d'informations, ainsi que les arbitrages et discussions entre acteurs.

RÉFÉRENCES

- Aftalion (2005), Le MEDAF et la finance comportementale, *Revue Française de Gestion*, 31: 157, 203-214.
- Albouy M. (2005), Peut-on encore croire à l'efficacité des marchés financiers?, *Revue Française de Gestion*, 31: 157, 169-188.
- Bertin W., Payne T. H. and L. Prather (1999), Value Creation and Determinants of Equity fund Performance, *Journal of Business Research*, 45, 69-74.
- Becker G. (1975), *Human Capital*, Columbia University Press.
- Broihanne M.-H., Merli M., P. Roger (2005), Le comportement des investisseurs individuels, *Revue Française de Gestion*, 31: 157, 145-168.
- Charreaux G., Wirtz P. (2006), *Gouvernement d'entreprise. Nouvelles perspectives*, Paris: Ed. Economica.
- Charreaux G. (2005), Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale » : une réflexion exploratoire..., *Cahier du FARGO*, n° 1050601, Juin 2005.
- Chevalier A., Ellison G. (1999), Are Some Managers Better than Others?, *Journal of Finance*, vol. 54, n°3, 875-900.
- Croutsche J.J. (1997), *Pratique de l'analyse de données*, Paris : Ed. ESCKA.
- De Bodt E., Bouquin H. (2001), Le contrôle de l'investissement, in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement : au-delà de l'évaluation financière une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, 115-166.
- De Bondt W. F. and R.H. Thaler (1985), Does The Stock Market Overreact, *Journal of Finance*, 40:3, 793-808.
- Desreumaux A. (2001), Investissement et nouvelles formes d'organisation : l'étude de la décision d'investissement comme mode d'approche des logiques de fonctionnement en réseau, in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement : au-delà de l'évaluation financière une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, p. 283-308.
- Desreumaux A., Romelaer P. (2001), Investissement et organisation, in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement : au-delà de l'évaluation financière une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert, 61-114.
- Evrard Y., Pras B. et Roux E. (2003), *Market. Etudes et recherche en marketing*, Paris : Ed. Nathan, 3^{ème} Ed.
- Fama Eugene F. (1970), Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Geisser S. (1974), A predictive Approach to the random effect model, *Biometrika*, vol.61, pp.65-89.
- Golec J. (1996). The Effects of Mutual Funds Managers Characteristics on their Portfolio Performance, Risk and Fees», *Financial Services Review*, 5:2, 133-148.
- Hall R. (1974), *Organization, Structure and Process*, Prentice Hall.
- Hirshleifer D. (2001), Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance*, 56:4, 1533-1597.

- Jensen Michael (1968), The performance of mutual funds in the period 1945-1964, *Journal of Finance*, 23, 389-416.
- Kalika M. (1984), Contribution à la connaissance de la structure organisationnelle : essai d'analyse systémique, Thèse de Doctorat d'Etat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I.
- Kalika Michel (1995), *Structures d'entreprises: réalités, déterminants, performances*, Paris : Economica.
- Kahneman D., Tversky A. (1979), Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica*, vol. 47, n° 2, 263-291.
- Martin L. (1994), *Analyse et traitement de données avec SPSS*, Les éditions SMG, Quebec
- Markowitz Harry (1952), Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, 3: 1, 77-91
- Mintzberg Henry (1979), *The structuring of organizations: A synthesis of the research*, Prentice-Hall (Englewood Cliffs, N.J.).
- Miller G. (1956), The Magical Number seven Plus or Minor Two, *The Psychological Review*, 63, 81-97.
- Moussavou J. (2006), Organizational Architecture and Decision-Making : A complementary approach to measuring performance of portfolio managers, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 33, Number 1, 103-111.
- Powel Walter W. (1990), Neither Market Nor Hierarchy: network forms of organization Research, *Organizational behaviour*, 12, 295-336.
- Pugh, D.S., D.J. Hickson, C.R. Hinings, K.M. Macdonald, C. Turner and T. Lupton (1963), A conceptual scheme for organizational analysis, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 8, 289-315.
- Shukla R. and Singh S. (1994). « Are CFA Charterholders Better Equity Fund Managers », *Financial Analysts Journal*, vol. 40, November – December, 68-74.
- Stone M. (1974), Cross-Validity Choice and Assesment of Statistical Prediction, *Journal of the the Royal Statistical Society*, B6.
- Simon H. (1957), *Administrative Behavior. A study of Decision-Making Process in Administrative Organisation*, Mc Millan.
- Sharpe William F. (1966), Mutual fund performance, *Journal of Business*, 39: 1, 119-138.
- Smith, Clifford W. Jr. (2001), Organizational Architecture and Corporate Finance, *Journal of Financial Research*, 24 : 1, 1-13.
- Stinchcombe Arthur L. (1965), Social Structure and Organizations, in J. MARCH (Ed.), *Handbook of Organizations*, pp.142-193, Rand Mc Nally, Chicago.
- Tenenhaus M. (1998), *La régression PLS. Théorie et pratique*, Paris: Ed. Technip
- Treynor, Jack (1965), How to rate management of investment funds, *Harvard Business Review*, 43, 63-75.
- Wirtz P. (2002), *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Ed. Economica, paris.
- Von Neuman J. et Morgenstern O. (1947), *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press.
- Wold H. (1975), Path Models with Latent Variables : The NIPALS Approach, in Quantitative Sociology : *International perspective on Mathematical and Statistical Modeling*, H.M. Blalock & ala. (Eds), New york, Academic Press, 307-357.

ANNEXE A : SCHEMA DE L'ARBRE HIERARCHIQUE DES CLASSES D'ENTREPRISES

* * * * * H I E R A R C H I C A L C L U S T E R A N A L Y S I S * * * * *

Dendrogram using Ward Method

		Rescaled Distance Cluster Combine				
C A S E	0	5	10	15	20	25
Label	Num	+-----+-----+-----+-----+-----+				
europ	30	↓↘				
gesto	35	↓□				
fp_co	33	↓□				
hr_ge	38	↓□				
optig	49	↓□				
micha	45	↓□				
cap_f	11	↓□				
sogip	58	↓□				
du_bo	27	↓□				
fin_d	32	↓□				
Cgnie	19	↓□				
pga_g	51	↓□				
c_bou	15	↓□				
cdc_t	14	↓□				
fimag	31	↓□				
olymp	48	↓□				
paris	50	↓□				
atlas	3	↓□				
hotti	37	↓□				
scor_	54	↓□				
c_dup	16	↓⇅↓↘①				
gerer	34	↓□ ⇅				
capuc	12	↓□ ⇅				
c_ind	21	↓□ ⇅				
citig	18	↓□ ⇅				
inves	41	↓□ ⇅				
btp_i	9	↓□ ⇅				
db_fo	24	↓□ ⇅				
cyril	23	↓□ ⇅				
vega	59	↓□ ⇅②				
oddo	47	↓□ ⇅↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓↓				
roths	53	↓□ ⇅		⇅		
b_eur	5	↓□ ⇅		⇅		
cdc_g	13	↓□ ⇅		⇅		
barep	7	↓↗ ⇅		⇅		
crédi	22	↓↘ ⇅		⇅		
dresn	26	↓□ ⇅		⇅		
indoc	39	↓□ ⇅		⇅		
sinop	55	↓□ ⇅		⇅		

