

Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial

Allouche José

Université Paris I, I.A.E de Paris

IAE Paris, 21 rue Broca, 75240 Paris cedex 05

Tel : 01 53 55 27 84

allouche.iae@univ-paris1.fr

Amann Bruno

Université de Pau et des Pays de l'Adour, IAE des Pays de l'Adour

Garaudel Pierre

Université Paris I, IAE de Paris

Résumé

Cette recherche s'inscrit en prolongement des études antérieures examinant la spécificité des entreprises familiales en termes de performance et de politique financière. La méthodologie des échantillons appariés est employée afin d'examiner dans quelle mesure le signe et l'ampleur des différences observées varient selon que la comparaison porte sur des entreprises cotées ou sur des entreprises non cotées et selon la part du capital détenu par le bloc familial. L'attention est par là même portée sur l'articulation entre modalités du contrôle familial et spécificité des entreprises familiales, tout à la fois en considération de l'incidence des modalités du contrôle familial sur le comportement des entreprises et en considération de la façon dont les caractéristiques financières influent sur l'évolution du contrôle familial. Les résultats corroborent ceux des précédentes études concluant que les entreprises familiales, comparées aux entreprises non familiales, se caractérisent par des meilleurs indicateurs de performance économique et financière ainsi que par une meilleure situation financière en termes de liquidité et de solvabilité. Cette tendance générale s'avère néanmoins modérée par les modalités et les conditions d'exercice du contrôle familial. Ainsi, la cotation en bourse se traduit par une accentuation des différences de moyennes concernant les indicateurs de performance mais par une diminution des différences concernant les indicateurs de structure financière. En outre, s'agissant des indicateurs de performance, les entreprises familiales détenues à moins de 50% par les actionnaires familiaux se distinguent beaucoup moins nettement des entreprises non familiales. Ces résultats, considérés globalement, tendent à corroborer l'idée d'un fort pouvoir explicatif de la théorie de la hiérarchie des moyens de financement lorsqu'elle est appliquée au cas des entreprises familiales. Il semble notamment que, parmi ces dernières, la décision d'entrée en bourse concerne prioritairement des entreprises avec des perspectives importantes de croissance et de développement mais pour lesquelles les



possibilités de financement par la dette ne sont plus suffisantes pour saisir les opportunités d'investissement.

Mots clés : entreprise familiale, performance, politique financière, cotation, actionnariat.

Au même titre que celui, lié, de la définition de l'entreprise familiale (qu'est-ce qu'une entreprise familiale ?) le thème de la spécificité des entreprises familiales (ces entreprises se distinguent-elles vraiment des entreprises non familiales ?) constitue un sujet de recherche tout à la fois lourd d'enjeux, tant académique que pratique, et pour lequel de nombreuses questions restent encore en suspend. Certes, les travaux sont nombreux qui ont pour objet d'étudier le caractère distinctif de ces entreprises, et ce en divers domaines : performances économiques et financières, politique financière, orientations stratégiques, pratique de Gestion des ressources humaines, etc. Pour autant, les différences observées, lorsqu'elles sont significatives, soulèvent un ensemble de questions quant à leur interprétation et leurs significations.

L'étude présentée dans le cadre de cette communication fournit une illustration des difficultés soulevées en mettant l'accent sur la relation causale à double sens entre les caractéristiques financières et la nature familiale des firmes. Ces deux faisceaux d'influence agissant réciproquement sont analysés conjointement et, pour cela, ils sont replacés dans une perspective unifiée qui est celle de la problématique des déterminants et des conditions de pérennité du contrôle familial. L'étude examine, en s'appuyant sur la méthodologie des échantillons appariés, la spécificité des entreprises familiales en termes de performance et de politique financière. De nombreux travaux ont déjà été consacrés à ces deux aspects. Néanmoins par rapport aux études antérieures portant ou bien sur les performances ou bien sur les politiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales, la présente étude relie les deux dimensions de la performance et de la politique financière en s'intéressant à leur articulation conjointe avec la problématique du contrôle familial. C'est dans cette perspective que la recherche s'attache plus précisément à examiner si, et le cas échéant dans quelle mesure, le sens et l'importance des différences observées sont modérés par les conditions d'exercice du contrôle familial. Il s'agit par là de porter l'attention sur les nombreuses interactions existant entre les niveaux de performance, les caractéristiques financières et le contrôle familial. Ces interactions s'inscrivent dans la durée et participent d'un processus que l'on peut désigner sous les termes de dynamique du contrôle familial. La notion de dynamique du contrôle familial ici mobilisée prend appui sur l'idée d'une relation à double sens entre performances et politique financière, d'une part, et modalités du contrôle familial, d'autre part.

En premier lieu, l'existence d'un contrôle de type familial contribue à expliquer le comportement des entreprises. La volonté de préserver l'indépendance de l'entreprise et le contrôle familial

constitue ainsi une importante source de motivations guidant les choix d'entreprise. Cette préoccupation conditionne les options stratégiques et la politique d'investissement ainsi que les choix en matière de politique de financement. Mais, en sens inverse, il convient de s'interroger sur les déterminants de la pérennité du contrôle familial. En effet, le contrôle familial est une variable évolutive, tout comme sa préservation constitue une variable non exogène. La pérennité du contrôle familial est en partie déterminée par la situation financière de l'entreprise, cette dernière reflétant elle-même le profil d'évolution des performances ainsi que les décisions antérieures d'investissement et de financement. En outre, par delà la distinction dichotomique entre entreprises familiales et entreprises non familiales, ces mêmes facteurs sont susceptibles d'avoir une incidence sur le degré et les modalités du contrôle familial. Ils peuvent, par exemple, conduire à une ouverture du capital impliquant une plus grande influence des investisseurs externes.

C'est afin de mieux cerner comment ces différents aspects se reflètent dans les performances et les caractéristiques financières comparées des entreprises familiales, que cette recherche examine, dans le cas français, l'influence de deux facteurs susceptibles d'atténuer ou de renforcer les différences observées entre entreprises familiales et entreprises non familiales : la cotation en bourse et la part du capital détenu par les actionnaires familiaux. Ces deux éléments conditionnent tout à la fois la nature et l'intensité du contrôle exercé sur les dirigeants familiaux. Ils reflètent parallèlement l'évolution économique et financière passée de l'entreprise ainsi que les grands choix stratégiques qui ont façonné sa trajectoire. En ce sens, les deux variables modératrices examinées constituent également des variables structurantes de la dynamique du contrôle familial, toutes deux illustratives des interactions possibles entre mécanismes d'allocation des ressources et mécanismes d'allocation des pouvoirs décisionnels.

La suite de l'article est structurée de la façon suivante. La première partie précise les enjeux de la recherche à partir d'un examen de la littérature consacrée aux liens entre contrôle familial, performances et politique financière. La deuxième partie présente la méthodologie utilisée ainsi que les échantillons d'entreprises constitués. Enfin, dans une troisième partie, les résultats de l'étude sont présentés et des pistes d'interprétation sont proposées.

1. CONTROLE FAMILIAL, PERFORMANCE ET POLITIQUE FINANCIERE : L'ETAT DE LA LITTERATURE

1.1. LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES FAMILIALES

La plupart des études concluent que les entreprises familiales se caractérisent par des performances supérieures comparativement aux entreprises non familiales. Ce constat concerne aussi bien les performances boursières (Anderson et Reeb, 2003a ; Villalonga et Amit, 2004) que les performances économiques et financières (Allouche et Amann, 1995 ; McConaughy, Walker, Henderson et Mishra, 1998 ; Lee, 2004 ; Sraer et Thesmar, 2004).

Les résultats de ces études sont souvent interprétés comme la manifestation d'une gestion plus efficace résultant de la nature familiale des entreprises. Les arguments avancés, multiples, s'articulent essentiellement autour de quatre grands axes, eux-mêmes entremêlés : la réduction des coûts de contrôle et d'incitation des dirigeants, l'orientation à long terme intergénérationnelle, l'homogénéité du système de valeurs et, enfin, l'imbrication de deux systèmes sociaux qui s'alimentent réciproquement, la famille et l'entreprise. Ces arguments renvoient en dernière analyse, à deux cadres théoriques majeurs qui structurent les théories des organisations : le premier prend appui sur les explications «orthodoxes» du courant contractualiste, le second prend appui sur les explications «hétérodoxes» du courant néo-institutionnaliste (tableau 1).

Tableau 1 : Les explications «orthodoxes» et «hétérodoxes» de la performance supérieure des entreprises non familiales

Types d'explications	Orthodoxes	Hétérodoxes
Référentiel théorique	Courant contractualiste	Courant néo-institutionnaliste
Origines de la performance supérieure des entreprises familiales	<ul style="list-style-type: none"> - Réduction des coûts d'agence - Actionnariat patient et impliqué 	<ul style="list-style-type: none"> - homogénéité du système de valeur (rôle des relations affectives, loyauté, confiance, solidarité) - efficacité organisationnelle renforcée par l'imbrication famille/entreprise

Le premier axe d'argumentation des explications orthodoxes s'inscrit dans le cadre de la théorie de l'agence et met l'accent sur la réduction des coûts d'agence au sein des entreprises familiales. Cette réduction des coûts d'agence est permise par la moindre séparation entre fonctions de propriété et de direction (lorsque les dirigeants sont membres de la famille actionnaire) et de la

moindre séparation entre fonctions de propriété et de contrôle (proximité physique des actionnaires non dirigeants, réunions familiales informelles, présence des membres de la famille au sein du conseil d'administration,...). De la moindre séparation des fonctions de propriété, de contrôle et de direction résulte en effet une diminution des coûts de contrôle engagés par les actionnaires, des coûts de dédouanement engagés par les dirigeants (pour signaler aux actionnaires leur volonté d'agir d'une façon conforme à l'intérêt de ces derniers) et de la perte résiduelle, inhérente aux possibilités qu'ont les dirigeants de poursuivre des objectifs qui leur sont propres¹. Le contexte de l'entreprise familiale, en d'autres termes, favoriserait tout à la fois un contrôle plus efficace sur les dirigeants et une plus grande convergence entre les intérêts de ces derniers et ceux des actionnaires (Fama et Jensen, 1983)².

Le deuxième axe d'argumentation des explications orthodoxes, qui se rapporte aux caractéristiques de l'actionnariat, met l'accent sur l'orientation à long terme des actionnaires familiaux. Cette orientation à long terme est généralement présumée en raison de l'horizon d'investissement étendu des actionnaires et de l'importance qu'ils accordent aux objectifs de pérennité de l'entreprise et du contrôle familial (James, 1999 ; Mignon, 2000³). Les traits distinctifs de l'actionnariat viennent ainsi renforcer l'incidence positive sur l'horizon décisionnel des facteurs liés à la réduction des coûts d'agence au sein des firmes familiales⁴.

En ce qui concerne les explications «hétérodoxes» de la performance des entreprises familiales, un premier axe d'argumentation se réfère au système de valeurs dans lequel s'inscrivent les relations personnelles au sein de l'équipe de direction ainsi qu'entre cette dernière et les actionnaires familiaux. Cet axe, en ce sens, s'inscrit également dans une optique de réduction des coûts d'agence. Toutefois, la réduction des coûts d'agence ne s'envisage pas ici dans le cadre

¹ Dans le cadre de la théorie de l'agence, cette perte est dite résiduelle en ce sens qu'elle est la conséquence de comportements managériaux allant à l'encontre de l'intérêt des actionnaires – renforçant ainsi l'écart entre la valeur effective de l'entreprise et sa valeur potentielle maximale – et qui subsistent malgré le système de contrôle mis en place pour les prévenir (Jensen et Meckling, 1976).

² Un nombre grandissant de travaux mettent néanmoins en évidence des formes de coûts d'agence spécifiques aux entreprises familiales, liés notamment au risque que les dirigeants et/ou actionnaires familiaux s'accaparent indûment des avantages ou poursuivent des intérêts qui leur sont propres au détriment des actionnaires minoritaires non familiaux (Chrisman, Chua et Litz, 2004 ; Morck et Yeung, 2003).

³ Mignon (2000) propose une classification des objectifs de pérennité qui orientent les choix de gestion et contribuent ce-faisant à rendre compte de la spécificité des entreprises familiales. Ces objectifs concernent la «pérennité du pouvoir», c'est-à-dire la perpétuation du contrôle familial (actionnariat et direction), et la «pérennité du projet», qui elle-même se décline en une pérennité de l'activité (maintien du métier, des savoir-faire ou des produits de l'entreprise) et une pérennité de l'organisation (maintien des valeurs et de l'emploi).

⁴ Pour une synthèse des travaux sur les liens entre structure de propriété et horizon temporel des firmes, voir Garaudel (2003).

strict de la rationalité économique (moindre divergence d'intérêts favorisée par une plus faible dissociation des fonctions de propriété et de direction, réduction des coûts de contrôle favorisée par une moindre séparation des fonctions de contrôle et de direction) mais conduit plutôt à valoriser le rôle de la confiance (Pollack, 1985 ; Allouche et Amann, 1998 ; Chami, 2001) et de l'altruisme (Van den Berg et Carchon, 2003) au sein des entreprises familiales.

Un deuxième axe d'argumentation des explications «hétérodoxes» met l'accent sur les facteurs d'efficience organisationnelle induits par l'imbrication famille/entreprise. S'inscrivent notamment dans cette perspective les travaux qui mobilisent l'approche par les ressources et les compétences pour montrer que le réseau d'interactions entre famille, activités productives et membres de la famille, peut générer des ressources stratégiques elles-mêmes sources d'avantages concurrentiels (Habbershon et Williams, 1999 ; Habbershon, Williams et MacMillan, 2003 ; Arrègle, Durand et Very, 2004 ; Chrisman, Chua et Steier, 2005). L'imbrication famille/entreprise est ainsi à l'origine de ressources relationnelles accumulées qui se transforment en un avantage concurrentiel dirimant – à l'origine du concept de *familiness*⁵ - lorsque l'entreprise maîtrise des ressources, des compétences et des capacités rares, non substituables et non imitables par des entreprises non familiales (Habbershon et Williams, 1999 ; Arrègle, Durand et Very, 2004).

Si l'observation empirique d'une relation positive entre contrôle familial et performance conduit souvent à l'idée d'une meilleure gestion des entreprises familiales, il convient de considérer la possibilité d'une relation causale inverse entre structure de propriété et performance (Short, 1994 ; Anderson et Reeb, 2003a ; Sraer et Thesmar, 2004). Dans cette perspective, et en prolongement de Demsetz et Lehn (1985), la structure du capital s'appréhende comme une variable endogène partiellement déterminée par les spécificités de l'entreprise et de son secteur d'activité. En l'occurrence, dans le cas des entreprises familiales, l'évolution des performances passées constitue l'un des facteurs explicatifs de la pérennité du contrôle. En cas de mauvaises performances ou d'anticipations négatives sur l'évolution des performances, la probabilité est

⁵ Le concept de « familiness », que Arrègle, Durand et Very (2004) proposent de traduire par « familiarisme », a été introduit par Habbershon et Williams (1999). Il désigne les « ressources uniques que possède une entreprise en conséquence des systèmes d'interactions entre la famille, les membres de la famille et l'activité ». Chrisman, Chua et Sharma (2003) analysent ses implications de la façon suivante : “[] *family firm exist because of the reciprocal economic and non-economic value created through the combination of family and business systems. In other words, the confluence of the two systems leads to hard-to-duplicate capabilities or 'familiness' that make family business peculiarly suited to survive and grow*” (p. 6).

d'autant plus grande que les actionnaires familiaux se désengagent de l'entreprise et vendent leurs participations. Une rentabilité et une profitabilité insuffisantes peuvent ainsi conduire au rachat de l'entreprise par un groupe plus puissant, doté des ressources financières et/ou stratégiques le rendant plus à même de valoriser et d'assurer le développement des activités. *A contrario*, cela signifie que les entreprises suffisamment profitables pour assurer leur développement sont davantage en mesure de préserver le contrôle familial.

1.2. LA POLITIQUE FINANCIERE DES ENTREPRISES FAMILIALES

Les recherches publiées concluent aussi à l'existence de différences sensibles entre la politique financière des entreprises familiales et celle des entreprises non familiales. Il apparaît notamment, si l'on considère globalement l'ensemble de ces recherches⁶, que les entreprises familiales se caractérisent par un moindre recours à l'endettement (Agrawal et Nagarajan, 1990 ; Allouche et Amann, 1995 ; Gallo et Vilaseca, 1996 ; Mishra et McConaughy, 1999 ; Gallo, Tapies et Cappuyns, 2000 ; McConaughy, Matthew et Fialko, 2001 ; Zellweger et Fueglistaller, 2005).

Deux facteurs concourent à expliquer cette politique financière tendanciellement plus prudente :

- La priorité accordée à l'objectif de pérennité des activités de l'entreprise et du contrôle familial, qui est notamment induite par la volonté de transmettre l'entreprise aux générations futures. L'entreprise familiale, dans la représentation de ses actionnaires familiaux, est un actif à transmettre aux générations futures, ce qui peut favoriser la mise en oeuvre d'une politique d'investissement optimale sur le long terme mais également induire une forte aversion pour les décisions stratégiques et financières porteuses de risque.
- Une moindre diversification du portefeuille d'actifs détenus par les actionnaires. L'entreprise constitue souvent une part prépondérante du patrimoine familial. Cette moindre diversification du portefeuille d'actifs, indépendamment du lien affectif pouvant les relier à l'entreprise, est corrélative d'une moindre diversification des risques financiers encourus par les actionnaires. En outre, dans le cas d'une participation active à la direction de l'entreprise, le risque financier s'accompagne d'un risque de dépréciation du capital réputationnel et du capital humain des dirigeants familiaux, ce dernier risque étant également renforcé par la complémentarité entre les

⁶ Quelques rares études parviennent en effet à une conclusion opposée (Harijono, Ariff et Tanewski, 2004 ; Colot et Croquet, 2005). Les explications avancées – relatives au coût de la dette pour les entreprises familiales ainsi qu'à l'arbitrage 'risques financiers/risques de dilution du contrôle familial' qui sous-tend le choix entre financement par emprunt et financement par ouverture du capital – seront évoquées ci-après.

actifs de l'entreprise et le capital humain spécifique de ses dirigeants⁷. La réalité de l'actionnaire familial s'écarte donc le plus souvent de la représentation issue de la théorie financière d'un actionnaire gérant un portefeuille de titres diversifiés. L'actionnaire familial ne cherche pas uniquement à maximiser la rentabilité espérée – au sens mathématique du terme – de ses titres. Il cherche également à se prémunir contre le risque d'une réduction substantielle de son patrimoine. Ces deux caractéristiques distinctives des actionnaires familiaux, la priorité accordée aux objectifs de pérennité et la moindre diversification du portefeuille d'actifs, conduisent à une plus forte réticence vis-à-vis de l'endettement. En effet, l'endettement renforce le risque financier (Nam, Ottoo et Thorton, 2003), alors que ce dernier est lui-même positivement corrélé avec le risque de faillite et le risque de perte de contrôle (Gilson, 1990). Les ratios de liquidité constituent également des variables indicatives du niveau de ces différents types de risque. Mishra et McConaughy (1999) constatent d'ailleurs que la réticence des entreprises familiales à l'égard de l'endettement est d'autant plus forte qu'il s'agit de dettes à court terme. Ces dernières, selon les auteurs, sont en effet celles qui sont le plus fortement associées au risque de perte de contrôle.

Selon Goffee (1996), le principal défi des entreprises familiales est de promouvoir la croissance sans remettre en cause la pérennité du contrôle familial. Néanmoins, la notion de contrôle familial n'est pas uniforme : le contrôle familial peut prendre diverses formes, tant du point de vue de ses modalités objectives (structure du capital, distribution des droits de vote, cotation en bourse, composition du conseil d'administration et de l'équipe de direction) que du degré d'influence réelle de la famille. Aussi, par delà la perpétuation du caractère familial des firmes, ce sont plus généralement les modalités et les conditions d'exercice du contrôle familial qui peuvent être influencées par la situation financière. En effet, l'évolution des modalités du contrôle familial est étroitement liée à la question du financement des activités et de la croissance des entreprises. Si les flux financiers générés ne permettent pas d'autofinancer complètement la politique de croissance, les choix de financement externe peuvent avoir des répercussions sur le degré d'indépendance des entreprises familiales.

⁷ Selon James (1999), dans la mesure où la valeur de l'entreprise en devient liée à la présence des dirigeants familiaux, la complémentarité entre compétences managériales et actifs spécifiques de l'entreprise familiale concourt également à rendre plus difficile une ouverture partielle du capital par recours aux marchés financiers. Il s'agirait là d'un facteur supplémentaire permettant de justifier la faible diversification des risques financiers supportés par les dirigeants/actionnaires familiaux et, par conséquent, l'importance qu'ils accordent aux objectifs de pérennité.

Ces répercussions sont envisageables en cas de financement par emprunt mais surtout lorsque l'entreprise est amenée à ouvrir son capital à des investisseurs non familiaux, notamment dans le cadre d'une introduction en bourse⁸. L'ouverture du capital et la cotation en bourse peuvent ainsi refléter des opportunités de croissance mais en même temps une faible possibilité de recours à des modes de financement alternatifs (Poutziouris, 2001). Dans ce dernier cas, des tensions peuvent résulter du fait que la fonction d'allocation des ressources exercée par les marchés financiers influe également sur l'allocation des pouvoirs décisionnels. Par exemple, Westhead, Cowling et Howorth (2001) observent au Royaume-Uni que les actionnaires familiaux sont peu enclins à ouvrir le capital de leur entreprise, préférant éviter toute forme de contrôle externe même si cela se traduit par une limitation des perspectives de croissance.

Les choix de financement externe par emprunt et par augmentation de capital ne sont pas mutuellement indépendants. En effet, la propension des entreprises familiales à recourir à telle ou telle source de financement est fortement conditionnée par leurs choix de financement antérieurs et leur structure financière actuelle. La théorie de la hiérarchie des moyens de financement – où théorie du *pecking-order* (Myers, 1984) – pose le principe d'une hiérarchisation des préférences concernant les modalités de financement (avec, par ordre de préférence décroissant, le financement interne, l'endettement et l'émission d'actions nouvelles). De là découle l'idée que les entreprises surmontent leur réticence vis-à-vis d'un mode de financement donné que lorsque les sources de financement davantage appréciées ne sont plus disponibles (dans le cas du financement interne) ou lorsque le recours à ces autres modes de financement a déjà atteint un niveau tel que tout recours supplémentaire se traduirait par un coût ou un surcroît de risque trop élevés (cas du financement par endettement). Or Poutziouris (2001) observe que ce principe de hiérarchisation s'applique fortement au cas des entreprises familiales, de même que d'autres

⁸ Selon Harijono, Ariff et Tanewski (2004), le choix entre financement par emprunt et financement par ouverture du capital implique un arbitrage entre accroissement du risque financier (en cas de financement par emprunt) et réduction du degré d'indépendance (en cas de financement par ouverture du capital). En fonction du contexte juridique – et notamment du degré de protection relatif des actionnaires et des créanciers, conformément aux hypothèses de la théorie juridique de la protection des investisseurs (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, 1998, 2000) – l'objectif de concentration des droits de vote peut s'avérer déterminant et contrebalancer l'objectif de minimisation du risque financier, impliquant en conséquence un plus fort niveau d'endettement au sein des entreprises familiales. Un autre argument allant dans ce sens est celui des coûts d'agence liés à la dette. Du point de vue des créanciers, l'importance accordée par les actionnaires familiaux aux objectifs de pérennité accroît la probabilité de remboursement des dettes. Il en résulte une plus grande convergence d'intérêts entre les créanciers et les actionnaires familiaux, ce qui pourrait se traduire par un coût d'endettement plus faible pour les entreprises familiales (Anderson, Mansi et Reeb, 2003b) et favoriser le choix de l'endettement par rapport au choix d'ouverture du capital au sein de ces entreprises (Colot et Croquet, 2005).

recherches soulignent son fort pouvoir explicatif dans le cas des PME (Burger et Udell, 1998) et des sociétés fermées (Norton, 1991). On peut dès lors formuler l'hypothèse que les entreprises familiales ayant choisi d'entrée en bourse se caractérisent non seulement par des capacités d'autofinancement insuffisantes en regard de leur besoins d'investissement mais également par un niveau d'endettement déjà très conséquent.

2. METHODOLOGIE

2.1. LES ECHANTILLONS D'ENTREPRISES

Deux échantillons d'entreprises françaises ont été constitués, l'un étant composé d'entreprises familiales et l'autre d'entreprises non familiales. Une méthodologie d'appariement a été utilisée en se fondant sur un triple critères de taille (chiffre d'affaires annuel ou effectif moyen annuel), d'appartenance sectorielle (deux premiers chiffres du code NAF) et de cotation/non-cotation en bourse.

La méthodologie des échantillons appariés a déjà été utilisée aussi bien pour des études relatives aux performances des entreprises familiales (Allouche et Amann, 1995 ; McConaughy, Walker, Henderson et Mishra, 1998 ; McConaughy, Matthews et Fialko, 2001 ; Mishra, Randoy et Jenssen, 2001) que pour des études relatives aux spécificités de leur politique financière (Allouche et Amann, 1995 ; McConaughy, Walker, Henderson et Mishra, 2001). Des auteurs regrettent néanmoins que peu d'études, finalement, aient eu recours à cette méthodologie (Westhead et Cowling, 1998 ; Jorissen, Laveren, Martens et Reheul, 2005). Ces mêmes auteurs soulignent pourtant que la négligence de certaines variables «démographiques» peut fortement biaiser les résultats des études comparatives. L'existence et l'importance des biais engendrés sont clairement mises en évidence dans l'étude de Jorissen, Laveren, Martens et Reheul (2005) puisque ces derniers procèdent à des tests de différences de moyennes à la fois sur des échantillons appariés et sur des échantillons non appariés, et obtiennent des résultats tout à fait différents selon les cas⁹.

⁹ L'importance des procédures d'appariement a également été mise en évidence pour d'autres domaines de comparaison. Par exemple, s'agissant des modes de gestion et de direction, Smith (2005) constate que la prise en compte de la taille et du secteur d'activité conduit à faire apparaître des différences nettement plus réduites que celles identifiées dans des études antérieures.

Les données ont été collectées à partir de la base de données financières ‘Diane’¹⁰ pour chacune des années de la période 1997-2002. À l’issue de la procédure d’appariement, deux cents paires d’entreprises ont été initialement sélectionnées. Cependant, après diverses procédures de vérification (valeurs manquantes, absence d’évolution significative de l’actionnariat sur la période,...), seules 124 paires, soit 248 entreprises, ont été retenues pour l’analyse statistique. Comme le notent Chua, Chrisman et Sharma (1999), donner une définition théorique et choisir une définition opérationnelle de l’entreprise familiale relèvent de deux démarches distinctes. Ainsi, s’agissant de la définition opérationnelle retenue pour identifier les entreprises concernées, la dimension actionnariale du contrôle familial a été privilégiée. Cette dimension actionnariale constitue en effet le noyau dur et l’élément commun de toutes les définitions – des plus extensives aux plus restrictives – de l’entreprise familiale. Le critère actionnarial constitue en outre un critère objectif et il s’avère être le critère pour lequel le problème de l’accès aux données secondaires se pose avec le moins d’acuité. En l’occurrence, l’échantillon des entreprises familiales est constitué d’entreprises pour lesquelles une ou plusieurs familles identifiables détiennent collectivement une part du capital suffisamment importante pour conférer au bloc familial détenteur le statut de principal actionnaire. Utiliser un critère de détention du capital, quel que soit le seuil retenu, présente nécessairement un caractère arbitraire. En revanche, la nature quantitative du critère s’harmonise davantage avec l’idée d’un continuum du contrôle familial. C’est dans cette optique que des tests ont été effectués pour examiner dans quelle mesure les résultats sont modifiés lorsqu’un critère actionnarial plus restrictif (détention d’au moins 50% des actions) est utilisé.

Les tableaux 2a, 2b, 2c, 2d ci-dessous indiquent comment se répartissent les 124 paires d’entreprises en termes d’effectifs, d’appartenance sectorielle et du point de vue des critères de cotation et de détention du capital par le bloc familial. Il apparaît que les paires d’entreprises constituées couvrent un large spectre en termes d’effectif moyen (tableau 2b) et d’appartenance sectorielle (tableau 2d). En ce qui concerne le critère de cotation, les 124 paires se répartissent en 68 paires d’entreprises non cotées et 56 paires d’entreprises cotées. S’agissant du critère de détention du capital, la répartition est beaucoup plus déséquilibrée puisque 96 paires sont des paires avec entreprise familiale à «contrôle majoritaire» (*i.e.* où le bloc familial détient plus de 50

¹⁰ La liste des ratios retenus est donnée en annexe. Pour plus d’informations sur la base de données Diane, voir <http://www.bvdep.com/DIANE.html>.

% des actions) tandis que seulement 28 paires incluent une entreprise familiale à «contrôle non majoritaire» (*i.e.* où le bloc familial détient moins de 50 % des actions). Doit également être souligné le fait que parmi les 28 paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire, 24 sont des paires d'entreprises cotées (tableau 2c). Par ailleurs, les deux critères de segmentation font ressortir des différences de taille importantes : les effectifs moyens des paires d'entreprises cotées et des paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire sont nettement supérieurs aux effectifs moyens, respectivement, des paires d'entreprises non cotées et des paires avec entreprise familiale à contrôle majoritaire (tableau 2a).

Tableau 2a : Caractéristiques de l'échantillon

	Ensemble des paires d'entreprises	Paires d'entreprises non cotées	Paires d'entreprises cotées	Paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire*	Paires avec entreprise familiale à contrôle majoritaire*
Nombre de paires	124	68	56	28	96
Effectif moyen	9581	907	19780	38034	2109
Effectif moyen des entreprises familiales	9084	956	18780	37097	1727
Effectif moyen des entreprises non familiales	10078	858	21078	38971	2491

* Les entreprises familiales sont qualifiées d'«entreprises à contrôle non majoritaire» lorsque le bloc familial détient moins de 50% des actions.

Tableau 2b : Répartition par classe de taille des entreprises composant les 124 paires de l'échantillon

Nombre de salariés	< 300	300/499	500/999	1000/1999	2000/4999	5000/9999	10000/49999	> 50000
Nombre de paires*	18	25	28	28	8	5	7	5

* Les paires sont classées au sein de chaque classe en fonction de la moyenne des effectifs des deux entreprises qui les composent.

Tableau 2c : Cotation et Contrôle des entreprises de l'échantillon

	Entreprises à contrôle familial >50%	Entreprises à contrôle familial <50%	
Paires d'entreprises non cotées	64	4	68
Paires d'entreprises cotées	32	24	56
	96	28	124

Tableau 2d : L'appartenance sectorielle des entreprises de l'échantillon

Activité	Nombre de paires	Activité	Nombre de paires
<i>Industrie</i>	(91)	Industries diverses	7
Agroalimentaire	6	<i>Construction</i>	(8)
Textile/Habillement/Cuir	7	Bâtiments et Travaux publics	8
Bois/Articles de bois	1	<i>Commerce</i>	(5)
Papier/Edition/Imprimerie	2	Commerce	5
Chimie/Pharmacie	15	<i>Services</i>	(20)
Caoutchouc/Plastique	7	Hôtels et Restauration	2
Autres Pdts non métalliques	6	Activités récréatives et culturelles	3
Métallurgie	17	Services aux entreprises	2
Fabrication machines et équipements	9	Intermédiation financière	1
Equipements élect. & électron.	8	Services informatiques	8
Automobile	5	Activités juridiques (holding)	4
Autres matériels de transport	1	<i>Total</i>	(124)

2.2. LES INDICATEURS RETENUS

Concernant les performances comparées des entreprises familiales et non familiales, la plupart des études récentes portent sur les performances relatives à la valorisation boursière. En outre, même lorsque ce n'est pas le cas, les études existantes sont majoritairement centrées sur la performance financière plutôt que sur la performance économique (Lee, 2004). Le choix a donc été retenu d'examiner tous les indicateurs, disponibles sur Diane, relatifs aux performances économiques et financières. La valeur moyenne de ces indicateurs a été calculée pour la période 1997-2002. C'est sur la base des valeurs ainsi obtenues qu'a ensuite été effectué un test-t de Student pour échantillons appariés, visant à évaluer le degré de signification statistique des différences de moyennes entre l'échantillon des entreprises familiales et celui des entreprises non familiales. Une démarche similaire a été adoptée pour les indicateurs en lien avec la politique et les caractéristiques financières. Pour des raisons de commodité de langage, ils seront désignés sous les termes d'«indicateurs de structure financière». A l'instar des indicateurs de performance, tous les indicateurs de structure financière disponibles sur Diane ont été examinés.

3. RESULTATS ET DISCUSSION

3.1. RESULTATS POUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES

Les Tableaux 3 et 4 ci-après indiquent les résultats obtenus pour l'ensemble des entreprises sur la période 1997-2002. Ne sont retranscrits dans ces tableaux que les résultats afférents à des

indicateurs pour lesquels des différences de moyennes statistiquement significatives – au moins au seuil de 10% – ont été observées que ce soit pour l'ensemble des paires d'entreprises ou bien pour l'un des sous-groupes de paires également étudiés.

Le Tableau 3 concerne les indicateurs de performance. En considération des tests de différence des moyennes, une supériorité des entreprises familiales s'observe pour dix indicateurs, incluant deux ratios de productivité (productivité du potentiel de production, productivité du capital investi) ainsi que huit ratios de rentabilité financière (rendement des ressources durables nettes, rentabilité nette), économique (rentabilité économique, Retour sur total de l'actif) ou commerciale (Marge nette d'exploitation, marge opérationnelle, performance, Marge bénéficiaire totale).

Ainsi un net avantage en faveur des entreprises familiales se dégage. Les entreprises familiales parviennent à mieux à rentabiliser les ressources mises à leur disposition à moyen et long terme, qu'il s'agisse de ressources mises à disposition par des actionnaires ou par des prêteurs. Ces résultats corroborent partiellement plusieurs études antérieures (Allouche et Amann, 1995 ; Lee, 2004). Comme indiqué précédemment, le phénomène peut faire l'objet d'une double interprétation. Les résultats peuvent être interprétés comme la manifestation d'une gestion plus efficiente des entreprises familiales. Ils peuvent également traduire le fait que la pérennité du contrôle familial est conditionnée par l'évolution des performances. Néanmoins, il faut également rappeler que l'hypothèse d'une dimension endogène du contrôle familial n'entre pas nécessairement en contradiction avec l'hypothèse d'un caractère spécifique de la gestion. L'ampleur des différences observées pourrait, au contraire, suggérer l'existence d'un cercle vertueux de la dynamique du contrôle familial, se traduisant par le fait que les entreprises familiales pérennes sont précisément les entreprises ayant réussi à concrétiser les bénéfices potentiellement procurés par la nature familiale des entreprises.

Tableau 3 : Performances comparées des entreprises familiales et des entreprises non familiales

(N = 124)	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Signification
Rendement des ressources durables nettes	15,19	11,95	3,24	1,812	0,073*
Marge nette d'exploitation (EBIT)	6,46	4,90	1,56	2,122	0,036**
Marge opérationnelle (EBITDA)	10,01	8,62	1,39	1,754	0,082*
Productivité du potentiel de production	1,19	0,87	0,32	2,301	0,023**
Productivité du capital investi	0,36	0,28	0,08	2,903	0,004***
Rentabilité économique	9,56	7,96	1,60	1,832	0,069*
Performance	6,53	5,04	1,48	1,991	0,049**
Rentabilité nette	3,53	2,05	1,48	2,639	0,009***
Marge bénéficiaire total	6,42	4,51	1,91	2,368	0,020**
Retour du total de l'actif	6,87	4,62	2,25	2,634	0,010***

*** Significatif au seuil de 1% ** Significatif au seuil de 5% * Significatif au seuil de 10%

Tableau 4 : Structures financières comparées des entreprises familiales et des entreprises non familiales

(N = 124)	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Signification
Equilibre financier	1,63	1,38	0,25	3,889	0,000***
Indépendance financière	44,20	37,28	6,92	3,003	0,003***
Endettement	17,77	19,78	-2,01	-1,077	0,284
Autonomie financière	38,52	32,87	5,65	2,690	0,008***
Financement de l'actif circulant	0,39	0,31	0,08	3,303	0,001***
Liquidité générale	1,88	1,51	0,36	3,820	0,000***
Liquidité réduite	1,97	1,53	0,43	1,707	0,091*
Liquidité immédiate	1,37	1,11	0,26	3,227	0,002***
Couverture du CA par le fonds de roulement	81,17	59,46	21,71	2,862	0,005***

*** Significatif au seuil de 1% ** Significatif au seuil de 5% * Significatif au seuil de 10%

Le Tableau 4 concerne les indicateurs de structure financière. Au regard des tests de différence de moyennes, une meilleure situation des entreprises familiales s'observe pour huit ratios de structure financière : équilibre financier, indépendance financière, autonomie financière, financement de l'actif circulant, liquidité générale, liquidité réduite, liquidité immédiate, couverture du CA par le fonds de roulement. Les entreprises familiales se caractérisent ainsi par une meilleure situation financière en termes de liquidité et de solvabilité. Ces différents résultats, considérés globalement, mettent en évidence la capacité de l'entreprise familiale à mieux respecter ses obligations financières à court terme et à survivre à des conditions économiques défavorables. Ils tendent ce-faisant à corroborer l'idée d'une politique financière plus prudente de la part des entreprises familiales.

3.2. DES ECARTS DIFFERENCIES POUR LES ENTREPRISES COTEES ET LES ENTREPRISES NON COTEES

Plusieurs études comparatives antérieures portent sur des entreprises cotées (McConaughy et *al.*, 1998, 2001 ; Mishra, Randoy et Jensen, 2001 ; Anderson et Reeb, 2003a,b ; Lee, 2004 ; Sraer et Thesmar, 2004). D'autres chercheurs ont examiné les différences entre entreprises familiales cotées et entreprises familiales non cotées. Ainsi, dans le cas italien, Mazzola et Marchisio (2002) observent que les entreprises familiales cotées se caractérisent par une croissance et une rentabilité supérieures à celles des entreprises familiales non cotées. En revanche, rares sont les études comparant les différences en fonction de la cotation ou la non-cotation des entreprises.

Les Tableaux 5 et 6 indiquent les résultats obtenus en distinguant le groupe des paires d'entreprises non cotées et le groupe des paires d'entreprises cotées. Une tendance se dégage nettement : le groupe constitué des paires d'entreprises cotées se caractérise – relativement au groupe constitué des paires d'entreprises non cotées – par une accentuation des différences de moyennes concernant les indicateurs de performance mais par une diminution des différences concernant les indicateurs de structure financière.

Pour ce qui est des indicateurs de performance (Tableau 5), on observe neuf cas où la différence de moyennes est statistiquement significative parmi les entreprises cotées alors qu'elle ne l'est pas pour les entreprises non cotées (rendement des ressources durables nettes, Marge nette d'exploitation, Marge opérationnelle, productivité du potentiel de production, rentabilité économique, performance, rentabilité nette, marge bénéficiaire totale, retour sur total de l'actif). En fait, au sein du groupe des paires d'entreprises cotées tous les indicateurs de performance traduisent une différence statistiquement significative à l'avantage des entreprises familiales, tandis qu'au sein du groupe des paires d'entreprises non cotées seul l'indicateur de productivité du capital investi exprime une telle différence.

Il est a priori difficile d'expliquer pourquoi le fait d'être cotées en bourse devrait accroître la performance relative des entreprises familiales. Peut-être cette accentuation des écarts de moyennes est-elle sous-tendue par l'importante différence de taille entre le groupe des entreprises cotées et le groupe des entreprises non cotées (cf. tableau 2a). Il se peut en effet que la supériorité des entreprises familiales concerne davantage les grandes entreprises que les entreprises de taille moyenne. Si tel était le cas, cette explication irait à l'appui de l'idée d'un cercle vertueux de la dynamique du contrôle familial ou, tout au moins, elle irait à l'appui de l'hypothèse d'endogénéité

du contrôle familial : seules les entreprises dotées d'atouts concurrentiels importants ont pu se développer et mener à bien un processus de croissance compatible avec la préservation du contrôle familial. Par ailleurs, il est possible que les caractéristiques des entreprises familiales conditionnent la probabilité d'entrée en bourse de ces mêmes entreprises. Un élément explicatif pourrait être lié à la façon dont les performances de l'entreprise conditionnent l'incidence de la cotation en bourse sur le contrôle familial. Ce qui signifierait notamment que des niveaux de performance élevés favorisent les décisions d'ouverture du capital et d'entrée en bourse, en ce qu'ils seraient perçus par le bloc de contrôle familial comme une forme d'immunisation contre les pressions exercées par les marchés financiers et comme un garant d'indépendance et de préservation du contrôle familial.

Tableau 5 : Performances comparées pour les paires d'entreprises cotées et les paires d'entreprises non cotées

	Entreprises non cotées (N= 68)					Entreprises cotées (N= 56)				
	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.
Rendement des ressources durables nettes	15,51	13,61	1,90	0,670	0,505	14,85	10,17	4,68	2,193	0,033**
Marge nette d'exploitation (EBIT)	5,04	4,09	0,95	0,898	0,373	8,08	5,82	2,26	2,216	0,031**
Marge opérationnelle (EBITDA)	8,50	7,58	0,93	0,830	0,410	11,74	9,80	1,93	1,694	0,096*
Productivité du potentiel de production	1,46	1,10	0,37	1,582	0,119	0,89	0,63	0,26	1,907	0,062*
Productivité du capital investi	0,38	0,31	0,07	2,802	0,007***	0,34	0,25	0,09	1,733	0,089*
Rentabilité économique	8,24	7,22	1,02	0,816	0,417	11,08	8,82	2,26	1,880	0,065*
Performance	5,48	4,76	0,72	0,653	0,516	7,64	5,34	2,30	2,322	0,024**
Rentabilité nette	3,04	2,58	0,46	0,631	0,530	4,05	1,50	2,55	3,039	0,004***
Marge bénéficiaire totale	5,62	4,11	1,51	1,237	0,221	7,29	4,94	2,34	2,246	0,029**
Retour sur total de l'actif	6,82	4,66	2,16	1,527	0,132	6,92	4,57	2,35	2,490	0,016**

*** Significatif au seuil de 1% ** Significatif au seuil de 5% * Significatif au seuil de 10%

Concernant les indicateurs de structure financière (Tableau 6), en revanche, on observe huit cas où la différence de moyennes est statistiquement significative pour les entreprises non cotées

alors qu'elle ne l'est pas parmi les entreprises cotées (indépendance financière, endettement, autonomie financière, financement de l'actif circulant, liquidité générale, liquidité réduite, liquidité immédiate, couverture du chiffre d'affaires par le fonds de roulement). Au sein du groupe des paires d'entreprises cotées, seul l'indicateur 'équilibre financier' exprime une différence statistiquement significative à l'avantage des entreprises familiales. Le cas de l'indicateur «endettement» doit également être souligné car il s'agit du seul indicateur pour lequel on observe une inversion du signe de la différence des moyennes entre le groupe des entreprises cotées et le groupe des entreprises non cotées : les entreprises familiales non cotées sont moins endettées que les entreprises non familiales non cotées alors qu'à l'inverse, bien que la différence ne soit pas statistiquement significative, les entreprises familiales cotées sont plus endettées que les entreprises non familiales cotées. Ce contraste de situations contribue sans doute à expliquer l'absence de signification statistique des différences pour l'ensemble des paires d'entreprises, le résultat du test afférent à l'indicateur 'endettement' étant dans ce cas fortement affecté par l'hétérogénéité interne de l'échantillon induite par l'agrégation d'entreprises cotées et non cotées.

Tableau 6 : Structures financières comparées pour les paires d'entreprises non cotées et les paires d'entreprises cotées

	Entreprises non cotées (N=68)					Entreprises cotées (N=56)				
	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.
Equilibre financier	1,66	1,42	0,24	2,708	0,009***	1,59	1,32	0,27	2,781	0,008***
Indépendance financière	44,12	35,51	8,61	2,592	0,012**	44,29	39,28	5,01	1,580	0,120
Endettement	13,53	20,19	- 6,66	-2,479	0,016**	22,68	19,30	3,38	1,406	0,165
Autonomie financière	39,98	31,29	8,69	2,631	0,011**	36,90	34,62	2,29	0,935	0,354
Financement de l'actif circulant	0,42	0,30	0,12	3,011	0,004***	0,35	0,31	0,04	1,456	0,151
Liquidité générale	1,92	1,35	0,57	4,124	0,000***	1,84	1,68	0,16	1,259	0,213
Liquidité réduite	1,47	1,27	0,20	1,821	0,073*	2,62	1,87	0,75	1,302	0,199
Liquidité immédiate	1,40	1,02	0,38	3,344	0,001***	1,33	1,21	0,13	1,187	0,240
Couverture du CA par le fonds de roulement	74,48	49,75	24,74	2,400	0,019**	88,69	70,01	18,68	1,628	0,109

*** Significatif au seuil de 1% ** Significatif au seuil de 5% * Significatif au seuil de 10%

Contrairement à l'augmentation des écarts de performance, il est plus aisé d'envisager que la réduction des écarts de structure financière traduise une incidence de la cotation en bourse sur le management des entreprises familiales. L'élément explicatif réside cette fois dans les stimulations induites par la cotation et dans le contrôle exercé par les marchés financiers. Dans cette perspective, la cotation se traduirait par une tendance à l'homogénéisation des pratiques de gestion et des comportements en matière de politique d'investissement et de financement. Le contrôle exercé par les marchés financiers incite notamment les entreprises familiales à se conformer aux attentes des marchés financiers et à effectuer des choix financiers et stratégiques en conformité avec les principes établis de la création de valeur pour l'actionnaire. Ces incitations vont souvent à l'encontre de la réticence des actionnaires familiaux vis-à-vis de l'endettement et pourraient dès lors expliquer la réduction des écarts observée concernant les indicateurs de structure financière pour le groupe des entreprises cotées.

Pour autant, la relative réduction des écarts de structure financière peut également s'envisager en considération du processus décisionnel conduisant à l'entrée en bourse. Pour les actionnaires actuels, l'entrée en bourse constitue un moyen pour se désengager partiellement ou totalement du capital (Rydqvist et Höghlom, 1995). Parallèlement ou alternativement, l'entrée en bourse peut constituer un moyen de financement de la croissance par recours aux marchés financiers. Les résultats de notre étude semblent à cet égard étayer l'idée d'un fort pouvoir explicatif, appliquée au cas des entreprises familiales, de la théorie de la hiérarchie des moyens de financement. Cela signifierait que pour financer la croissance des entreprises familiales, le recours à l'émission d'actions nouvelles intervient prioritairement lorsque l'autofinancement et l'endettement deviennent impossibles ou trop coûteux. Ainsi les entreprises familiales optent pour l'entrée en bourse parce que, compte tenu de leur niveau d'endettement déjà atteint, leurs marges de manœuvre en matière de financement bancaire sont plus réduites. Une nouvelle augmentation de l'endettement constitue un facteur de risque financier trop élevé et une menace pour l'indépendance de l'entreprise plus forte que ne l'est l'option d'entrée en bourse.

Cette hypothèse doit être rapprochée des niveaux élevés de performance caractérisant les entreprises familiales cotées. En effet, ces niveaux de performance suggèrent que l'endettement de ces entreprises s'inscrit avant tout dans une optique de croissance et de développement de l'activité. Ainsi, la décision d'entrée en bourse par les entreprises familiales serait typiquement prise par des entreprises avec des perspectives importantes de croissance et de développement et

pour lesquelles les possibilités de financement par la dette ne seraient plus suffisantes pour saisir les opportunités d'investissement. En d'autres termes, c'est la conjonction des deux caractéristiques mentionnées (fort potentiel de croissance, niveau d'endettement déjà important) qui permettrait de surmonter la réticence naturelle des actionnaires familiaux à engager un processus d'ouverture du capital et d'entrée en bourse. Cette interprétation est étayée par l'examen des différences contextuelles (*i.e.* des différences liées non pas au caractère familial ou non familial des entreprises mais à la taille moyenne et au secteur d'activité propres à chaque paire d'entreprises appariées) entre le groupe des paires d'entreprises cotées et le groupes des paires d'entreprises non cotées. En effet, à l'exception du rendement des ressources durables nettes et de la productivité du potentiel de production, les niveaux de performance réalisés par les entreprises cotées sont tendanciellement plus élevés que ceux réalisés par les entreprises non cotées. Ce constat, associé à celui de la réduction des écarts de structure financière entre entreprises familiales et entreprises non familiales au sein même du groupe des entreprises cotées, accrédite donc l'idée que le niveau d'endettement plus important et la cotation en bourse des entreprises familiales du groupe constituent deux réponses complémentaires face à des opportunités de croissance impliquant un important effort d'investissement.

3.3. DES ECARTS DIFFERENCIÉS SELON LA PART DU CAPITAL DETENU PAR LES ACTIONNAIRES FAMILIAUX

Un autre élément important déterminant les conditions d'exercice du contrôle familial est la part du capital détenu par la ou les familles actionnaires. Aussi des tests ont été effectués pour examiner si les différences observées varient selon que le capital des entreprises familiales est détenu ou non à hauteur de 50%, au moins, par des actionnaires familiaux. Ce critère de 50% est souvent utilisé, isolément ou conjointement à d'autres critères, dans le cadre des recherches sur l'entreprise familiale (Weasthead, Howorth et Cowling, 2002 ; Tanewski, Prajogo et Sohal, 2003 ; Teal, Upton et Seaman, 2003 ; Zahra, Hayton et Salvato, 2004). Une justification fréquente est qu'il n'y a pas de critère précis permettant de délimiter à partir de quel seuil de détention du capital une entreprise peut être qualifiée de familiale (Chua, Chrisman et Sharma, 1999, Teal, Upton et Seaman, 2003).

Pour des raisons de commodité de langage, les entreprises détenues à plus de 50% par un actionnariat familial sont qualifiées ici d'entreprises «à contrôle majoritaire». Les Tableaux 7 et 8

indiquent les résultats obtenus en distinguant le groupe des paires avec entreprise familiale à contrôle majoritaire et le groupe des paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire.

A l'instar des résultats afférents au critère de cotation, l'orientation des résultats diverge selon le type d'indicateurs considéré. Concernant les indicateurs de structure financière (Tableau 8), le critère du degré de contrôle actionnarial apparaît peu discriminant et aucune tendance claire ne se dégage. S'agissant des indicateurs de performance (Tableau 7), en revanche, les différences de moyennes sont largement plus marquées parmi les paires avec entreprise familiale à contrôle majoritaire que parmi les paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire. En fait, les différences de moyennes sont rarement statistiquement significatives pour les paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire. La différence des moyennes n'est statistiquement significative que pour un seul indicateur (productivité du capital investi), alors que dans le premier groupe, la différence des moyennes est statistiquement significative pour neuf indicateurs (Marge nette d'exploitation, Marge opérationnelle, productivité du potentiel de production, productivité du capital investi, rentabilité économique, performance, rentabilité nette, Marge bénéficiaire totale, Retour sur total de l'actif). En outre, excepté pour l'indicateur 'performance', les résultats des tests de différence des moyennes concordent nettement avec le différentiel des écarts, notamment s'agissant des indicateurs 'marge nette d'exploitation' (écart des moyennes égal à 1,00 parmi les paires d'entreprises avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire, contre un écart de 1,70 parmi les paires d'entreprises avec entreprise familiale à contrôle majoritaire), 'marge opérationnelle' (0,51 contre 1,62), 'rentabilité économique' (1,23 contre 1,69), 'rentabilité nette' (1,36 contre 1,51), 'Marge bénéficiaire totale' (1,50 contre 2,02) et 'retour sur total de l'actif' (1,90 contre 2,34).

Ces résultats, comme pour ceux afférents au critère de cotation, peuvent conduire à deux types d'interprétation selon le sens du lien de causalité envisagé. En premier lieu, l'hypothèse d'homogénéisation des pratiques de gestion conduit à expliquer le caractère plus limité des écarts de performance comme une conséquence de la réduction du pouvoir effectif des actionnaires familiaux au sein des entreprises familiales à contrôle non majoritaire. Le pouvoir détenu et/ou les pressions exercées par les actionnaires non familiaux conduiraient ainsi à dissiper les spécificités de la gestion de ces entreprises. Néanmoins, cette hypothèse d'homogénéisation n'est pas étayée par les résultats précédemment présentés concernant les indicateurs de structure financière. Les résultats peuvent donc être alternativement interprétés comme le signe que des

niveaux de performance élevés favorisent la préservation d'un actionnariat majoritairement familial. A contrario, en ce qui concerne les entreprises familiales à contrôle non majoritaire, l'accroissement du capital détenu par les investisseurs non familiaux a été rendu nécessaire par une plus faible capacité à faire face à leurs besoins de financement.

Il convient ici de souligner que 24 des 28 entreprises familiales à contrôle non majoritaire sont des entreprises cotées. On ne peut toutefois pas en conclure que les résultats observés reflètent uniquement l'influence sous-jacente de la cotation. Il faut rappeler, en effet, que la cotation des entreprises est associée non pas à un niveau accru mais au contraire à une plus grande différence de performance entre entreprises familiales et entreprises non familiales. Elle est également associée à des écarts de structure financière nettement plus faibles, alors que cette atténuation des écarts s'avère non vérifiée en considération des tests de différence des moyennes au sein du groupe des entreprises à contrôle non majoritaire. Semble ainsi se dégager un profil spécifique aux entreprises cotées à contrôle familial non majoritaire.

De même, les résultats concernant les entreprises familiales à contrôle majoritaire se singularisent à la fois des résultats concernant les entreprises familiales cotées et des résultats concernant les entreprises familiales non cotées. Il apparaît néanmoins qu'ils semblent également s'accorder avec les prédictions de la théorie de la hiérarchie des moyens de financement. En effet, à l'instar des entreprises familiales cotées, les entreprises familiales à contrôle majoritaire se caractérisent par des performances relativement élevées mais elles se distinguent des premières par un ratio d'endettement sensiblement plus faible (avec un ratio d'endettement moyen de 16,93 contre 22,68 pour l'ensemble des entreprises familiales cotées). Les entreprises familiales à contrôle majoritaire apparaissent donc comme des entreprises à fort potentiel de développement mais pour lesquelles, au surplus, la capacité à s'autofinancer et le caractère modéré du niveau d'endettement ont permis d'éviter une trop grande ouverture du capital.

Les résultats des tests de différence des moyennes, et plus généralement l'ensemble des résultats afférents au critère de détention du capital, doivent néanmoins être considérés avec prudence compte tenu de la taille limitée du groupe des paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire : ce groupe n'est en effet constitué que de 28 paires, contre 96 paires pour le groupe complémentaire. La taille limitée de l'échantillon renforce notamment la sensibilité des tests statistiques aux valeurs extrêmes, ce qui explique probablement certaines divergences observées, pour les indicateurs de structure financière, entre les résultats des tests de différence de moyennes

et ce qui ressort de la comparaison intergroupes des écarts de moyennes. Une autre limite importante des résultats afférents au poids de l'actionnariat familial tient au fait que la base de données Diane, à l'instar des autres bases de données financières portant sur des entreprises françaises, ne permet pas de distinguer la structure de détention du capital et la structure de distribution des droits de vote. Aussi le seuil retenu de 50% de détention du capital est non seulement quelque peu arbitraire en lui-même mais il ne tient pas non plus compte des éventuels dispositifs visant à dissocier géographie du capital et distribution des droits de vote.

Tableau 7 : Performances comparées pour les paires avec entreprise familiale à contrôle majoritaire et pour les paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire

	Contrôle non majoritaire (N=28)					Contrôle majoritaire (N=96)				
	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.
Rendement des ressources durables nettes	13,77	10,06	3,72	1,111	0,278	15,58	12,47	3,11	1,484	0,141
Marge nette d'exploitation (EBIT)-	8,09	7,09	1,00	0,693	0,495	6,05	4,34	1,70	2,006	0,048**
Marge opérationnelle (EBITDA)-	11,47	10,95	0,51	0,279	0,782	9,65	8,03	1,62	1,828	0,071*
Productivité du potentiel de production	0,82	0,52	0,30	1,153	0,260	1,29	0,97	0,32	1,998	0,049**
Productivité du capital investi	0,35	0,18	0,17	1,996	0,057*	0,36	0,31	0,05	2,131	0,036**
Rentabilité économique	11,68	10,46	1,23	0,604	0,551	9,02	7,32	1,69	1,745	0,084*
Performance	7,63	6,12	1,52	0,966	0,344	6,21	4,74	1,47	1,733	0,087*
Rentabilité nette	4,03	2,67	1,36	1,203	0,241	3,40	1,89	1,51	2,341	0,021**
Marge bénéficiaire totale-	7,63	6,13	1,50	0,954	0,350	6,10	4,09	2,02	2,158	0,033**
Retour sur total de l'actif-	6,56	4,65	1,90	1,495	0,149	6,95	4,61	2,34	2,276	0,025**

*** Significatif au seuil de 1% ** Significatif au seuil de 5% * Significatif au seuil de 10%

Tableau 8 : Structures financières comparées pour les paires avec entreprise familiale à contrôle majoritaire et les paires avec entreprise familiale à contrôle non majoritaire

	Contrôle non majoritaire (N=28)					Contrôle majoritaire (N=96)				
	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.	Moyenne entreprises familiales	Moyenne entreprises non familiales	Ecart	t	Sign.
Equilibre financier	1,32	1,06	0,26	1,890	0,073*	1,70	1,45	0,25	3,399	0,001***
Indépendance financière	42,37	34,10	8,27	1,512	0,144	44,70	38,14	6,55	2,579	0,012**
Endettement	20,97	21,43	- 0,45	-0,121	0,904	16,93	19,35	-2,42	-1,124	0,264
Autonomie financière	37,21	28,84	8,37	2,147	0,042**	38,86	33,93	4,93	2,013	0,047**
Financement de l'actif circulant	0,29	0,24	0,05	1,176	0,251	0,42	0,32	0,09	3,084	0,003***
Liquidité générale	1,76	1,39	0,37	1,795	0,085*	1,91	1,55	0,36	3,353	0,001***
Liquidité réduite	3,78	1,58	2,20	1,906	0,070*	1,53	1,52	0,01	0,108	0,914
Liquidité immédiate	1,35	1,08	0,28	1,643	0,113	1,37	1,12	0,25	2,765	0,007***
Couverture du CA par le fonds de roulement	71,35	45,96	25,39	1,565	0,131	83,78	62,83	20,96	2,406	0,018**

*** Significatif au seuil de 1% ** Significatif au seuil de 5% * Significatif au seuil de 10%

CONCLUSION

La recherche qui vient d'être présentée corrobore plusieurs études antérieures concluant que les entreprises familiales, comparées aux entreprises non familiales, se caractérisent par des meilleurs indicateurs de performances économiques et financières ainsi que par une meilleure situation financière en termes de liquidité et de solvabilité. Cette tendance générale est néanmoins modérée par plusieurs facteurs en relation avec les modalités du contrôle familial. Ainsi, la cotation en bourse se traduit par une accentuation des différences de moyennes concernant les indicateurs de performance mais par une diminution des différences concernant les indicateurs de structure financière. En outre, s'agissant aussi des indicateurs de performances, les entreprises détenues à moins de 50% par les actionnaires familiaux se distinguent beaucoup moins nettement des entreprises non familiales.

Si le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial apparaît important, l'interprétation des résultats reste néanmoins délicate. Le sens du lien de causalité entre les modalités du contrôle familial et le profil économique et financier des entreprises, comme cela a été plusieurs fois souligné, n'est pas univoque. C'est pourquoi, en prolongement de

cette étude, le prochain objectif de recherche consistera à mieux identifier les phénomènes sous-jacents en recourant aux méthodes d'analyse de séries temporelles. L'examen du profil d'évolution des variables devrait ainsi permettre, d'une part, de discerner plus aisément les spécificités comportementales intrinsèquement liées à la nature familiale de l'actionnariat et, d'autre part, de mieux comprendre comment les performances et la structure financière des entreprises influent sur la pérennité et les modalités du contrôle familial.

RÉFÉRENCES

- Agrawal, A. et N.J. Nagarajan (1990), Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The case of all-equity firms, *Journal of Finance*, 45:4, 1325-1331.
- Allouche, J. et B. Amann (1995), Le retour triomphant du capitalisme familial, in *De Jacques Cœur à Renault : Gestionnaires et Organisations*, Presses de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse.
- Allouche, J. et B. Amann (1998), La confiance, une explication aux performances des entreprises familiales, *Economie et Société*, série sciences de gestion, 25, 129-154.
- Anderson, R.C. et D.M. Reeb (2003a), Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance*, 58:3, 1301-1328.
- Anderson, R.C. et D.M. Reeb (2003b), Founding Family Ownership, Corporate Diversification and Firm Leverage, *Journal of Law & Economics*, 46:2, 653-680.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., et D.M. Reeb (2003), Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt, *Journal of Financial Economics*, 68:2, 263-286.
- Arrègle, J.L., Durand, R. et P. Very (2004), Origine du capital social et avantages concurrentiels des firmes familiales, *M@n@gement*, 7:1, 13-36.
- Berger, A.N. et G.F. Udell (1998), The Economics of Small Business Finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance*, 22 :6-8, 613-673.
- Chami, R. (2001), *What's Different About Family Businesses?*, IMF Working Paper IMF WP 01/70. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0170.pdf>
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. et P. Sharma (2003), *Current Trends and Future Directions in Family Business Management Studies: Toward a Theory of the Family Firm*, Coleman White Paper Series.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. et R.A. Litz (2004), Comparing the Agency Costs of Family Firms: Conceptual issues and exploratory evidence, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28:4, 335-354.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. et L. Steier (2005), Sources and Consequences of Distinctive Familiness: An introduction, *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 29:3, 237-247.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J. et P. Sharma (1999), Defining the Family Business by Behavior, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23:4, 19-39.
- Colot, O. et M. Croquet (2005), *Les entreprises familiales sont elles plus ou moins endettées que les entreprises non familiales ?*, Centre de Recherche Warocqué, Université de Mons-Hainaut. <http://obelix1.umh.ac.be/rech/documents/2005-4.pdf>

- Demsetz, H. et K. Lehn (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93:6, 1155-1177.
- Fama, E.F. et M.C. Jensen (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economic*, 26, 301-326.
- Gallo, M.A. et A. Vilaseca (1996), Finance in Family Business, *Family Business Review*, 9:4, 287-305.
- Gallo, M.A., Tapies, J. et K. Cappuyns (2000), *Comparison of Family and Non family Business*, Working Paper n°406, University of Navarra.
<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0406-E.pdf>
- Garaudel, P. (2003), *Court-termisme et gouvernance d'entreprise. L'influence stratégique du contrôle des dirigeants*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, IAE Paris 1 Panthéon-Sorbonne.
- Gilson, S.C. (1990), Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when Firms default, *Journal of Financial Economics*, 27, 355-387.
- Goffe, R. (1996), Understanding Family Business: Issues for further research, *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 2:1, 36-48.
- Habbershon, T.G. et M.L. Williams (1999), A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms, *Family Business Review*, 12:1, 1-25.
- Habbershon, T., Williams, M. et I.C. MacMillan (2003), A Unified Systems Perspective of Family Firm Performance, *Journal of Business Venturing*, 18, 451-466.
- Harijono, Ariff, M. et G. Tanewski (2004), *The Impact of Family Control of Firms on Leverage*, EFMA 2004 Basel Meeting Paper. <http://ssrn.com/abstract=487706>
- James, H. (1999), Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm, *International Journal of the Economics of Business*, 6:1, 41-55.
- Jensen, M. et W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure, *Journal of Financial Economic*, 3, 305-360.
- Jorissen, A., Laveren, E., Martens, R. et A.M. Reheul (2005), Real Versus Sample-Based Differences in Comparative Family Business Research, *Family Business Review*, 18:3, 229-246.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et RW Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106:6, 1113-1155.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. et R.W. Vishny (2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Lee, J. (2004), The Effects of Family Ownership and Management on Firm Performance, *SAM Advanced Management Journal*, autumn, 46-53.
- Mazzola, P. et G. Marchisio (2002), The Role of Going Public in Family Businesses' Long-Lasting Growth: A study of Italian IPOs, *Family Business Review*, 15:2, 133-148.
- McConaughy, D.L., Walker, M.C., Henderson, G.V. et C.S. Mishra (1998), Founding Family Controlled Firms: Efficiency and value, *Review of Financial Economics*, 7:1, 1-19.
- McConaughy, D.L., Matthews, C.H. et A.S. Fialko (2001), Founding Family Controlled Firms: Performance, risk and value, *Journal of Small Business Management*, 39:1, 31-49.
- Mignon, S. (2000), La pérennité des entreprises familiales : un modèle alternatif à la création de valeur pour l'actionnaire, *Finance Contrôle Stratégie*, 3:1, 169-196.

- Mishra, C.S. et D.L. McConaughy (1999), Founding Family Control and Capital Structure: The risk of loss of control and the aversion to debt, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23:4, 53-64.
- Mishra, C.S., Randoy, T. et J.I. Jenssen (2001), The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12:3, 235-259.
- Morck, R. et B. Yeung (2003), Agency Problems in Large Family Business Groups, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 7:4, 367-382.
- Myers, S.C. (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Nam, J., Ottoo, R.E. et J.H. Thornton (2003), The Effects of Managerial Incentives to Bear Risk on Corporate Capital Structure and R&D Investment, *Financial Review*, 38:1, 77-101.
- Norton E. (1991), Capital Structure and Small Public Firms, *Journal of Small Business*, 1:2, 161-177.
- Pollak, R.A. (1985), A Transaction Cost Approach to Families and Households, *Journal of Economic Literature*, 23, 581-608.
- Poutziouris, P.Z. (2001), The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy, *Family Business Review*, 14:3, 277-291.
- Rydqvist, K. et K. Höghlom (1995), Going Public in the 1980s: Evidence from Sweden, *European Financial Management*, 1:3, 287-315.
- Short, H. (1994), Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms, *Journal of Economics Surveys*, 8:3, 203-249.
- Smith, M. (2005), *Are Family Firms Really That Different? An empirical examination of some managerial differences between family and non-family SMEs when industry and size are accounted for*, Flinders University School of Commerce, Research Paper Series 05-6. <http://commerce.flinders.edu.au/researchpapers/05-6.pdf>
- Sraer, D. et D. Thesmar (2004), *Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French stock market*, CEPR Discussion Paper No.4520. <http://ssrn.com/abstract=593826>.
- Tanewski, G.A., Prajogo, D. et A. Sohal (2003), *Strategic Orientation and Innovation Performance Between Family and Non-Family Firms*, 48th World Conference of the International Council of Small Business, Belfast. www.buseco.monash.edu.au/units/FSBRU/Tanewski_et_al_ICSB2003.pdf
- Teal, E.J., Upton, N. et Seaman, S.L. (2003), A Comparative Analysis of Strategic Marketing Practice of High-Growth U.S. Family and Non-Family Firms, *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 8:2, 117-195.
- Van den Berghe, L.A.A. et S. Carchon (2003), Agency Relations within the Family Business Systems: An exploratory approach, *Corporate Governance: An International Review*, 11:3, 171-179.
- Villalonga, B. et R. Amit (2004), *How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?*, EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 3620. <http://ssrn.com/abstract=556032>
- Westhead, P. et M. Cowling (1998), Family Firm Research: The need for a methodological rethink, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23:1, 31-56.
- Westhead, P., Cowling, M. et C. Howorth (2001), The Development of Family Companies: Management and ownership imperatives, *Family Business Review*, 14:4, 369-385.

- Westhead, P., Howorth, C. et M. Cowling (2002) Ownership and Management Issues in First Generation and Multi-Generation Family Firms, *Entrepreneurship & Regional Development*, 14, 247-269.
- Zahra, S.A., Hayton, J.C. et C. Salvato (2004), Entrepreneurship in Family vs. Non-Family Firms: A resource-based analysis of the effect of organizational culture, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28:4, 363-381.
- Zellweger, T. et U. Fueglistaller (2005), *Les entreprises familiales face au risque financier et aux investissements*, Family Business Center, Universität St. Gallen.

ANNEXE A : LES INDICATEURS

Indicateurs de performance

Productivité du potentiel de production = Valeur ajoutée / Immobilisations corporelles et incorporelles brutes

Productivité du capital investi = Valeur ajoutée / (Total de l'actif + Effets portés à l'escompte et non échus)

Rentabilité économique (%) = [Excédent brut d'exploitation / (Chiffre d'affaires net + Subventions d'exploitation)] x 100

Performance (%) = [Résultat courant avant impôt / (Chiffre d'affaires net + Subventions d'exploitation)] x 100

Rentabilité nette (%) = (Bénéfice ou perte / Capitaux propres nets) x 100

Rendement des ressources durables nettes (%) = [(Résultat courant avant impôts + intérêts et charges assimilées) / Ressources durables nettes] x 100

Marge bénéficiaire totale = (profit avant impôt et avant dépenses extraordinaires / chiffre d'affaires total de l'entreprise) x 100

Marge nette d'exploitation (EBIT) = (Résultat d'exploitation / Chiffre d'affaires) x 100

Marge opérationnelle (EBITDA) = (Excédent brut d'exploitation / Chiffre d'affaires) x 100

Retour sur total de l'actif = (Résultat courant avant impôts / Total bilan) x 100

Indicateurs de structure financière

Equilibre financier = (Ressources durables / Emplois stables)

Indépendance financière (%) = (Fonds propres / Ressources durables) x 100

Endettement (%) = (Dettes de caractère financier / Ressources durables) x 100

Autonomie financière (%) = (Fonds propres / Total bilan) x 100

Couverture du chiffres d'affaires par le fonds de roulement = (Fonds de roulements net global / Chiffres d'affaires net) x 360

Financement de l'actif circulant net = Fonds de roulement net global / Actif circulant net

Liquidité générale = Actif circulant net / Dettes à court terme

Liquidité réduite = (Actif circulant net – Stocks nets) / Dettes à court terme

Liquidité immédiate = (encaisse / passif à court terme) x 100