

Les Entreprises Familiales sont-elles inefficaces ?*

David Sraer[†]

David Thesmar[‡]

Septembre 2003

Très Préliminaire et Incomplet

Résumé

Cet article se propose d'apporter une réponse empirique à la question de la performance relative des entreprises familiales. Pour cela, nous construisons une base de données en effectuant une recherche manuelle sur la nature de l'actionnariat des entreprises françaises cotées entre 1990 et 2000 à la Bourse de Paris. Nous apparions ensuite cette base avec un annuaire privé fournissant les données comptables des groupes français cotés. Les résultats montrent bien la prédominance du capitalisme familial en France, puisque les groupes familiaux représentent la moitié de la capitalisation de la Bourse de Paris. Cependant, les entreprises familiales, si elles sont nombreuses sont caractérisées par une petite taille (mesurée par la valeur du chiffre d'affaire ou des effectifs). Contrairement à une certaine idée reçue parmi les économistes, nous trouvons que la performance des entreprises familiales est significativement meilleure que celle des groupes indépendants : les rendements des actifs et des fonds propres des entreprises familiales apparaissent significativement supérieurs à ceux des entreprises indépendantes. De manière plus surprenante encore, les héritiers semblent être de meilleurs gestionnaires que les managers professionnels, dans la mesure où ce sont eux qui maximisent le rendement des actifs économiques. Le faible coût de la dette pour les managers professionnels permet néanmoins aux entreprises familiales qu'ils dirigent d'utiliser leurs fonds propres de manière aussi efficace que les héritiers. Toutefois, notre recherche est potentiellement affectée par un biais d'endogénéité, que notre stratégie d'estimation ne permet pas de traiter. Enfin, considérant la petite taille des entreprises familiales, nous montrons, à l'aide d'un modèle d'équilibre général, que les meilleurs rendements de ces entreprises ne doivent pas être nécessairement interprétés comme un résultat d'efficacité : en présence de bénéficiaires privés de contrôle et de rendements d'échelle décroissant, l'optimum de premier rang peut n'être constitué que d'entreprises indépendantes. Un impôt sur le capital est alors un moyen efficace de se rapprocher de l'optimum puisqu'il contribue à diminuer le nombre d'entrepreneurs préférant conserver une entreprise familiale ; au contraire, un impôt sur les revenus tend à éloigner l'économie du premier rang, puisque le bénéfice privé de contrôle n'est pas taxable.

*Cet article est pour l'instant essentiellement tiré d'un mémoire de DEA réalisé par David Sraer sous la co-direction de Thomas Piketty et David Thesmar : les nouvelles recherches effectuées par les auteurs n'y figurent pas encore. Ce travail est encore à ce stade largement incomplet : merci donc de ne pas le citer.

[†] CREST-INSEE (sraer@ensae.fr).

[‡] CEPR et ENSAE-CREST (thesmar@ensae.fr).

Table des matières

1	Introduction	2
2	La performance des entreprises familiales : une question empirique	4
2.1	Les coûts potentiels liés au contrôle familial	4
2.2	Comment le contrôle familial peut-il améliorer la performance de l'entreprise? .	5
2.3	Que disent les faits?	5
3	Construction des données	6
3.1	L'utilisation d'une source secondaire pour les données comptables	6
3.2	A la recherche des actionnaires...	6
3.3	Description de l'échantillon	7
3.3.1	Description des données comptables	7
3.3.2	Les variables "familiales"	8
4	Une première vision du capitalisme familial français	8
4.1	Le poids des familles	8
4.2	Éléments de démographie des entreprises familiales	9
4.3	Présentation des indicateurs de performance et analyse univariée	11
5	Contrôle familial et performance	15
5.1	Mise en œuvre de l'analyse linéaire multivariée	15
5.1.1	Les contrôles utilisés	15
5.1.2	Stratégies d'estimation	16
5.2	Des entreprises familiales plus performantes	17
5.3	Du biais d'endogénéité et de son traitement	22
5.4	Étude des successions	23
5.5	Développements empiriques de notre étude	25
6	L'impact macroéconomique du capitalisme familial	25
6.1	Présentation du modèle et optimum de premier rang	26
6.2	Détermination de la demande	27
6.3	Résolution de l'équilibre	29
6.4	Un équilibre inefficace	32
6.5	Implémentation de l'optimum de premier rang	34
7	Conclusion	37
A	Exemple d'Informations fournies par le Conseil des Marchés Financiers	40
B	Regression à la Morck des indicateurs de performance ROE, ROA et q de Tobin	41
C	Régressions des taux de croissance	44
D	Démonstration des comparatives statiques	48

1 Introduction

L'émergence du capitalisme moderne correspond pour l'historien A. Chandler [1977] à l'apparition des grandes entreprises, intégrées verticalement et à l'actionnariat largement dispersé. Berle et Means, dès 1932, font le même constat d'une séparation croissante de la propriété et du contrôle des entreprises cotées à Wall Street. Dès le début du vingtième siècle, l'entreprise familiale apparaît aux Etats-Unis comme une structure capitaliste obsolète.

Pour autant, la prédominance des "Big Businesses" n'est pas la norme au sein de tous les pays développés. Dans une série d'articles, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny insistent sur l'existence d'une protection juridique efficace des actionnaires minoritaires nécessaire au développement de ces grandes entreprises indépendantes ; ainsi, les pays de droit romain comme la France permettraient aux entreprises familiales de perdurer en décourageant l'existence de petits actionnaires diversifiés. Pour ces auteurs, la perte d'efficacité économique engendrée par la prédominance des entreprises familiales semble réglée d'avance. Théoriquement pourtant, l'impact final des différents coûts et bénéfices traditionnellement associés au contrôle et/ou à la direction familiale ne semble pas évident : d'un côté, la direction familiale permet d'aligner l'utilité des actionnaires et des dirigeants, d'établir un capital réputationnel fort pour l'entreprise et d'augmenter l'horizon de planification de ses investissements ; d'un autre point de vue, le dirigeant familial n'est pas génétiquement assuré d'être performant, et la part importante qu'il détient dans l'entreprise peut l'inciter à détourner les cash-flows de l'entreprise au détriment des actionnaires minoritaires. Ainsi, la performance relative des entreprises familiales nous apparaît comme une question essentiellement empirique, et nous proposons d'y apporter une réponse en utilisant les performances des entreprises françaises cotées à la Bourse de Paris entre 1990 et 2000. Notre étude s'inscrit ainsi à la suite des travaux de Morck et al. [2000] et de Perez-Gonzales [2001] qui démontrent tous deux que le contrôle familial est associé à de mauvaises performances de l'entreprise. Morck et al. effectuent une analyse linéaire contrôlée sur un échantillon de 246 sociétés canadiennes pour démontrer que le capitalisme familial est dommageable à la croissance canadienne ("Canadian Disease"). Perez-Gonzales s'intéresse quant à lui aux successions de 162 dirigeants familiaux américains, et il montre, par "une technique de différence de différence", une performance significativement plus faible des héritiers.

Notre étude confirme tout d'abord l'importance du capitalisme familial en France, puisque plus de 65 % des entreprises étudiées ont à leur tête un actionnariat familial. Nos résultats semblent cependant aller à l'encontre du "conventional wisdom" selon lequel le contrôle familial pénalise les performances d'une entreprise : les rendements des actifs et des fonds propres des entreprises familiales apparaissent significativement supérieurs à ceux des entreprises indépendantes. De manière plus surprenante encore, les héritiers semblent être de meilleurs gestionnaires que les managers professionnels, dans la mesure où ce sont eux qui maximisent le rendement des actifs économiques. Le faible coût de la dette pour les managers professionnels permet néanmoins aux entreprises familiales qu'ils dirigent d'utiliser leurs fonds propres de manière aussi efficace que les héritiers. Par ailleurs, le marché semble sous-valoriser les capitaux propres des entreprises dirigées par des héritiers relativement aux sociétés familiales dirigées par des indépendants, indiquant peut-être en cela la crainte de voir ces héritiers détourner les cash-flows générés par l'entreprise. Enfin, nous constatons que les fondateurs d'entreprise créent une réelle dynamique de croissance dans leur entreprise, au delà du simple effet lié à l'âge et à la petite taille de leur société.

Pour autant, nos résultats doivent être interprétés avec prudence. Nous développons ainsi un modèle d'équilibre général dans lequel certains entrepreneurs (i.e. les entrepreneurs familiaux)

préfèrent sous-investir pour continuer à jouir du bénéfice privé qu'ils tirent du contrôle de leur entreprise. L'existence de rendements d'échelle décroissants permet à ces entrepreneurs d'afficher de forts rendements de leurs actifs. Pourtant, cet équilibre n'est pas optimal puisque les bénéfices privés ne sont pas monétaires, et qu'ils conduisent donc à une diminution globale de la production. Il nous semble alors difficile de conclure de manière définitive, à partir de nos résultats empiriques, quant à l'efficacité des entreprises familiales.

Ainsi, cette étude apporte plusieurs innovations aux travaux existant sur la performance des entreprises familiales. En premier lieu, l'étude de cette question dans un pays comme la France, où le capitalisme familial est quasiment la norme, apporte un éclairage différent des études traditionnellement réalisées sur données américaines ou canadiennes (où l'importance des familles semble moindre). De plus, l'exhaustivité de nos données représente certainement un atout de notre étude : par rapport aux travaux de Morck et al [2000] et Perez-Gonzales [2001] qui ne s'intéressent qu'à un nombre limité de groupes cotés, notre étude porte sur l'intégralité des sociétés cotées à la bourse de Paris entre 1990 et 2000. Par ailleurs, nos résultats s'opposent fortement à l'idée dominante parmi les économistes américains selon laquelle le contrôle familial de l'entreprise endommagerait ses performances ; nous nous trouvons d'ailleurs confortés par l'article de Anderson et Reeb [2003], qui montre, sur les entreprises du S&P 500, que la performance des entreprises familiales est significativement meilleure que celle des sociétés indépendantes. Enfin, il nous semble que le débat sur l'entreprise familiale doit se situer au delà de la simple question de la performance économique : cet article aborde ainsi la question de l'efficacité macroéconomique des entreprises familiales et il démontre que les meilleurs rendements constatés pour les entreprises familiales ne doivent pas nécessairement être interprétés comme des résultats d'efficacité.

L'article se structure de la façon suivante. La première partie rappelle les éléments théoriques justifiant les coûts et les bénéfices associés au contrôle ou à la direction familiale d'une entreprise. La deuxième section présente la base de donnée utilisée pour conduire l'étude. La troisième partie propose des éléments de statistiques descriptives permettant de mieux cerner l'allure du capitalisme familial français. La quatrième partie présente les résultats de l'analyse multivariée effectuée, tout en précisant le biais d'endogénéité potentiellement associé à ce type d'estimation. Enfin, la dernière partie présente le modèle d'équilibre général développé pour analyser les conséquences en bien-être du poids des sociétés familiales dans l'économie.

2 La performance des entreprises familiales : une question empirique

Les travaux des historiens économiques ont largement contribué à diffuser au sein de la communauté des économistes l'idée selon laquelle le contrôle familial d'une entreprise relevait d'une forme d'organisation inefficace. Ainsi, Landes [1949] explique-t-il le relatif retard économique français vis à vis de l'Allemagne, de l'Angleterre et des Etats-Unis au dix-neuvième siècle par la prédominance d'entreprises familiales traditionnelles. Plus récemment, Chandler [1990] explique le relatif déclin de l'économie anglaise à la fin de ce même dix-neuvième siècle par la réticence des entrepreneurs à la perte de contrôle. Théoriquement, pourtant, la question de la performance des entreprises familiales est loin d'être univoque. Si le marché du capital est parfait, toute distribution initiale de richesse conduit à un équilibre efficace, où seuls les projets les plus rentables sont réalisés : sous cette hypothèse, la problématique même de la performance des entreprises familiales n'est pas pertinente. Néanmoins, dès lors que l'on admet l'existence de marché du capital imparfait, la question de la propriété initiale devient essentielle.

2.1 Les coûts potentiels liés au contrôle familial

Reprenant l'analogie de Warren Buffet, il ne semble pas efficient de vouloir sélectionner l'équipe olympique de 2020 en ne choisissant que les enfants des médaillés d'or des jeux de 2000. La transmission héréditaire du management de l'entreprise restreint drastiquement le pool de dirigeants dans lequel le fondateur peut choisir son successeur. Cette restriction est potentiellement coûteuse pour les performances de l'entreprise, et ce d'autant plus que les héritiers de grande fortune semblent particulièrement manquer de motivation (conformément à la fameuse conjecture de Carnegie¹, testée empiriquement par Holtz-Eakin et al. [1993]). Par ailleurs, la transmission héréditaire du contrôle de l'entreprise peut également conduire à des luttes fratricides qui paralysent la prise de décision au sein de l'entreprise.²

De plus, la forte concentration de l'actionnariat consécutive à un contrôle familial est potentiellement coûteuse, puisque passé un certain niveau de contrôle sur les cash-flows, l'actionnaire familial préférera utiliser l'entreprise pour générer des bénéfices privés, qui ne sont pas partagés par les actionnaires minoritaires (Morck et al [1988]): les familles dirigeantes peuvent ainsi se servir des biens de l'entreprise pour leur utilité personnelle ; ils peuvent également détourner les cash-flows de l'entreprise cotée vers des sociétés privées qu'ils détiennent par ailleurs, par le biais de contrats commerciaux par exemple.

La concentration de l'actionnariat rend également bien plus difficile l'exercice de la discipline de marché, les risques d'O.P.A. étant fortement réduits pour les groupes familiaux : le manager familial, même inefficace, est donc invariablement assuré de sa position (Shleifer et Vishny [1989]).

Enfin, comme dans le cas où le principal investisseur d'une entreprise est un créancier, le contrôle par une famille peut conduire à renoncer à des projets d'investissement souhaitables pour les autres actionnaires (Myers [1977]), mais trop risqués pour la famille qui est un actionnaire particulièrement non diversifié : précisément, la richesse des familles étant étroitement liée au capital existant, elles peuvent répugner à financer des innovations de peur du processus conséquent de création destructrice du capital (Morck et al. [2000]).

1. "The parents who leaves his son enormous wealth generally deadens the talents and energies of the son, and tempts him to lead a less useful and less worthy life than he otherwise would"

2. On peut se souvenir en la matière de la difficile succession des frères Teisseire

2.2 Comment le contrôle familial peut-il améliorer la performance de l'entreprise ?

En terme de gouvernance d'entreprise, deux arguments directs semblent privilégier le contrôle familial de l'entreprise. Lorsque la direction de l'entreprise est assurée par un membre de la famille fondatrice, l'utilité de l'actionnaire et du manager sont parfaitement alignées, réduisant considérablement le coût d'agence associé à la séparation de la propriété et du contrôle (Jensen et Meckling [1976]). De plus, dans le cas où la direction est assurée par un manager professionnel, la famille, dont la richesse est étroitement attachée à la bonne gestion du capital de l'entreprise (non-diversification de l'actionnaire familial), a un intérêt particulier à exercer une surveillance rapprochée du dirigeant, résolvant ainsi le problème d'action collective traditionnellement associé au "monitoring". De plus, la connaissance spécifique de l'entreprise que possède la famille fondatrice facilite et améliore la surveillance des dirigeants.

Comme le suggèrent Shleifer et Summers [1988], une famille, en raison de la crédibilité de son maintien à la tête de l'entreprise (notamment en raison des bénéfices privés qu'elle tire de son contrôle), jouit de l'effet réputationnel suffisant pour lier avec ses employés, ses fournisseurs et ses clients des contrats implicites ex-ante optimaux : ceux-ci ont comme effet notamment d'inciter les salariés à acquérir du capital humain spécifique à l'entreprise ; ils peuvent également conduire à un moindre coût de la dette pour les entreprises familiales (Anderson et al. [2002]). De plus, la longévité de la dynastie familiale permet l'acquisition par les membres de la famille d'un savoir spécifique qui, potentiellement, améliore leur gestion de l'entreprise.

Enfin, l'horizon de long terme sur lequel une famille maximise son utilité contraste avec la myopie dont peuvent souffrir les managers professionnels, qui cherchent le plus souvent à gonfler les revenus courants : les actionnaires familiaux ont ainsi la possibilité d'entreprendre les investissements de long terme optimaux, qui améliorent la performance de l'entreprise dans le futur bien que non rentables dans le court terme (Stein [1989]).

2.3 Que disent les faits ?

La théorie économique et financière ne permet donc pas de trancher de manière indiscutable la question de la performance relative des entreprises familiales : il s'agit essentiellement d'une question d'ordre empirique. Mais que disent les faits ?

Morck et al [2000] testent, sur un échantillon de 246 entreprises sélectionnées parmi les 500 plus grandes entreprises canadiennes, les performances relatives de différentes entreprises regroupées en fonction de la nature de leur actionnaire principal (fondateur de l'entreprise, héritier, investisseur institutionnel ou absence d'actionnaire principal) ; la méthode économétrique employée est une simple analyse linéaire contrôlée. Au final, ces auteurs trouvent sur données canadiennes une influence néfaste sur les performances de l'entreprise du contrôle par un héritier. Perez-Gonzales [2001] s'intéresse quant à lui plus particulièrement à la conjecture de Carnegie, dans la mesure où il cherche à tester les mauvaises performances qu'induisent le management d'une entreprise par un héritier relativement à un dirigeant professionnel engagé par la famille ; ces résultats soutiennent fortement l'idée de la mauvaise gestion de l'entreprise par les héritiers des fondateurs. Réfutant ces résultats, Anderson et Reeb [2003] montrent, sur les 500 entreprises du S&P, que le contrôle familial de l'actionnariat est associé à une meilleure performance, de même que le contrôle familial de l'exécutif.

Ainsi, même empiriquement, cette question de la performance relative des entreprises familiales reste indécise. Notre étude contribue à ces premières réponses empiriques en utilisant l'intégralité des entreprises cotées françaises entre 1990 et 1999. L'exhaustivité de ces données représente la première force de notre étude, notamment en regard des travaux existant qui n'ont utilisé,

jusqu'à ce jour, que des échantillons restreints (S&P 500, ...). De plus, il nous apparaît qu'une étude sur données françaises doit pouvoir apporter un meilleur éclairage sur la question, puisqu'en France, le capitalisme familial semble plus la norme que l'exception, contrairement aux Etats-Unis où les études sont traditionnellement menées.

3 Construction des données

Afin de pouvoir construire la base de données nécessaire à l'estimation de la performance des entreprises familiales, il faut déterminer la nature de l'actionnariat des entreprises françaises cotées, ainsi que disposer d'une source comptable fournissant les comptes annuels consolidés de ces groupes. Pour cela, nous précisons dans un premier temps la source de résultats comptables utilisée dans cette étude. Puis nous présentons l'origine des informations utilisées effectivement pour déterminer le caractère familial de l'actionnariat des groupes cotés. Nous finissons cette section en présentant l'échantillon ainsi construit.

3.1 L'utilisation d'une source secondaire pour les données comptables

Si les BALO représentent les principales sources légales d'informations comptables, leur utilisation comme source primaire est fastidieuse et il est préférable de privilégier des sources d'information secondaires, naturellement issues de ces BALO. Quelques sociétés privées d'information financière ont mis en place des bases de données comptables, la plus connue étant certainement la base D.I.A.N.E. publiée par la Coface. Néanmoins, la base D.I.A.N.E., de même que les sources de données pouvant exister à l'I.N.S.E.E., référence l'intégralité des entreprises françaises (plus de 800 000), sans consolider les différentes filiales d'un même groupe : les méthodes de consolidation pouvant varier en fonction des entreprises, il est illusoire de chercher à remonter ces données pour obtenir des comptes consolidés.

C'est pourquoi dans le cadre de l'étude des groupes familiaux français cotés, les annuaires d'entreprises D.A.F.S.A. s'avèrent tout à fait précieux : ils fournissent les comptes consolidés de l'ensemble des groupes français faisant appel à l'épargne publique ; ils renseignent sur la composition de l'actionnariat du groupe (taille et nom des trois plus gros actionnaires, nom des administrateurs), ainsi que sur son historique. Ces données existent sous forme de CD-ROM à partir de l'année 1994, ce qui permet donc de remonter jusqu'aux comptes de 1990. Ainsi, l'utilisation de ces annuaires permet la constitution d'un panel d'une profondeur historique de 10 ans, ce qui, au vu de ce qui existe en terme de données d'entreprise, représente une source statistique très riche.

3.2 A la recherche des actionnaires...

S'il existe des obligations légales de publicité concernant l'information comptable des sociétés, l'information publique concernant la nature de l'actionnariat n'est pas une obligation légale. En l'état actuel de la législation, seuls sont tenus d'être déclarés auprès du Conseil des Marchés Financiers les actionnaires franchissant certains seuils, ainsi que les pactes liant entre eux les actionnaires. Toutefois, les actionnaires sont souvent eux-mêmes des sociétés, souvent non cotées, et il n'est pas obligatoire de révéler la nature ni l'identité de leur propriétaire.

Cependant, les usages en matière de publicité de l'information financière ont largement évolué, et ce notamment depuis la sortie du rapport Viennot de 1999. En particulier, la C.O.B recommande

la publication, au sein du document de référence de chaque société cotée, d'un tableau retraçant l'évolution de l'actionnariat au cours des cinq derniers exercices. Ainsi, en 2001, 64% des sociétés cotées ont fourni de tels tableaux.

Par ailleurs, le site internet du Conseil des Marchés Financiers, qui centralise les déclarations de franchissement de seuil, ainsi que les conventions de pacte entre actionnaires, dévoile souvent le caractère familial de l'actionnaire dont les parts ont évolué. L'annexe A fournit un exemple d'avis du C.M.F. permettant une identification claire d'une famille dirigeante.

Enfin, nombre de journaux en lignes, généralistes comme financiers, s'intéressent à la composition des actionnariats des entreprises cotées et servent de sources d'information précieuses pour reconstituer les liens familiaux pouvant exister entre différents actionnaires, qui, lorsque plusieurs générations se sont succédées, n'ont souvent plus le même nom de famille. Le classement "Enjeux-Les Echos" des 500 plus grandes fortunes françaises s'avère particulièrement utile dans l'identification des familles dirigeantes.

3.3 Description de l'échantillon

Finalement, la base de donnée utilisée dans cette étude résulte de l'appariement des données comptables issues de l'annuaire D.A.F.S.A. et des informations sur la nature de l'actionnariat recueillies à l'aide des sources décrites dans le paragraphe précédent.

3.3.1 Description des données comptables

Plus précisément, les principales données comptables dont nous disposons sont pour chaque année d'exercice entre 1990 et 2000 :

- le numéro de SIREN de la société
- la date de création de l'entreprise
- l'indice auquel appartient éventuellement l'entreprise (CAC 40, SBF 120, SBF 250)
- le marché sur lequel est cotée la société (premier ou second marché)
- le capital immobilisé calculé à sa valeur de remplacement
- l'actif total de l'entreprise
- les capitaux propres de la société
- les provisions placés à l'actif de l'entreprise
- la valeur de la dette financière
- la valeur de la dette commerciale
- le chiffre d'affaires réalisé
- la valeur des consommations intermédiaires
- la masse salariale
- le nombre de salariés
- l'excédent net d'exploitation (net d'amortissement)
- le résultat comptable avant impôt
- les charges financières payées par la société
- le secteur d'activité dans lequel opère l'entreprise (à un ou deux chiffres)
- le pourcentage de capital détenu par la personne physique détenant le plus d'action

3.3.2 Les variables “familiales”

Il n'existe pas de consensus quant au moyen d'identifier de façon univoque une entreprise familiale. Entre définitions mono et pluri-critères, les contours de l'entreprise familiale apparaissent bien flous !³. L'exemple d'une entreprise comme Danone démontre la relative fragilité du concept d'entreprise familiale. En effet, Danone est une société à l'actionnariat largement dispersé : les Riboud détiennent moins de 5% du capital ; pour autant, Antoine, fils du fondateur, est aujourd'hui encore à la tête de la direction générale du groupe.

Ainsi, on sent bien la nécessité d'imposer un critère, forcément arbitraire, pour pouvoir catégoriser les entreprises en fonction de la nature de leur actionnariat. Nous avons choisi ici de désigner par familiale toute entreprise dont la famille fondatrice détient encore plus de 15 % des capitaux propres. Ce seuil de 15 % est tout à fait *ad hoc* : il nous a semblé refléter le minimum détenu par les familles dans les sociétés à caractère familiale “marqué”. Il a ensuite fallu démêler les fils de la généalogie des différentes familles capitalistes pour déterminer la position relative des P.D.G. par rapport au fondateur.

Finalement, cette recherche nous a conduit à la création de quatre variables :

- une variable à deux modalités indiquant simplement si l'entreprise est familiale
- une variable à trois modalités indiquant la nature du p.d.g. : indépendant, fondateur de l'entreprise, ou héritier du fondateur
- une variable à quatre modalités, nommée *fam*, croisant les deux variables précédentes : entreprise indépendante (*fam* vaut alors 0), entreprise familiale dirigée par son fondateur (*fam*=1), entreprise familiale dirigée par un héritier (*fam*=2), entreprise familiale dirigée par un manager indépendant (*fam*=3)
- une variable permettant de donner, de manière aussi précise que possible, la véritable part d'actionnariat détenue par la famille (c'est à dire essayant de tenir compte des pyramides de contrôle)

Ces variables ont été investiguées pour l'ensemble des entreprises figurant dans l'échantillon en 1999 : sur les 679 entreprises cotées en 1999, ces informations ont pu être déterminées pour 492 d'entre elles, soit un “taux de réponse” de 72 %. Les variations dans la composition de l'actionnariat entre 1990 et 1999, ainsi qu'entre 1999 et 2000, ont ensuite été investiguées. Néanmoins, ces informations ne figurent pas pour les entreprises de l'échantillon qui disparaissent avant 1999, en raison du temps considérable que demanderait cette recherche exhaustive. Cela introduit potentiellement un biais de survie dans l'échantillon ; néanmoins ce biais n'existe que si les entreprises qui disparaissent sont surreprésentées, entre 1990 et 2000, parmi une des modalités de la variable *fam*, ce qui ne semble pas évident, *a priori*.

4 Une première vision du capitalisme familial français

4.1 Le poids des familles

L'échantillon est composé de l'intégralité des entreprises cotées sur les premier et second marchés français, entre 1990 et 2000. Cela représente en moyenne 700 entreprises par an, et précisé-

3. Pour une revue des différentes définitions de l'entreprise familiale, voir la revue de littérature de Allouche et Amman [1999]

ment 679 en 1999, prise ici comme année de référence pour la recherche sur la nature de l'information de l'actionnariat des sociétés. Nous excluons de cet échantillon les entreprises appartenant aux secteurs financiers (immobilier, sociétés de portefeuille, banques, assurances) : la structure des bilans de ces sociétés, ainsi que la nature de leurs actifs, rendent difficile leur comparaison avec des entreprises appartenant à des secteurs commerciaux⁴.

TAB. 1 – Poids relatif des différentes modalités de la variable *fam* en 1999

<i>fam</i>	sans pondération	pondération : chiffre d'affaires	pondération : effectifs	Total
ent. ind.	24%	51%	50%	102
ent. fam. dirigée par fondateur	37%	9%	14%	155
ent. fam. dirigée par héritier	22%	10%	11%	94
ent. fam. dirigée par ind.	17%	30%	25%	69

Note : la première colonne indique la fréquence de chaque modalité de la variable *fam* parmi les entreprises cotées en France en 1999, à l'exclusion des entreprises des secteurs financiers ; la deuxième colonne pondère ces fréquences par le chiffre d'affaires ; la troisième colonne pondère par les effectifs ; la dernière colonne présente le nombre d'entreprise par modalité *fam*

L'exhaustivité de notre échantillon permet de compléter la description faite par La Porta et al. [1998] de la structure du capitalisme français, puisque leur étude ne portait que sur les vingt plus grosses capitalisations de chaque pays. En France, l'entreprise familiale semble quasiment la norme. La première colonne du tableau 1 montre bien la prédominance des entreprises familiales, qui en 1999, représentent plus de 75 % des valeurs cotées pour lesquelles nous avons pu déterminer la nature de l'actionnariat⁵. Ce constat est cohérent avec celui de Faccio et Lang [2002], qui trouve que 67 % des entreprises cotées en France en 1996 sont des entreprises familiales (avec une définition reposant sur un seuil de détention de 20 %). Néanmoins, les colonnes 2 et 3 de ce même tableau relativisent cette première description : lorsque la fréquence de chaque modalité de la variable *fam* est pondérée par le chiffre d'affaires de l'entreprise ou par ses effectifs, les entreprises indépendantes deviennent plus importantes que leurs homologues familiales : ainsi, les ventes des sociétés indépendantes représentent plus de la moitié du volume des ventes de l'ensemble des entreprises cotées.

Cette structure est-elle stable dans le temps ? Il nous est difficile de répondre à partir de notre seul échantillon : en effet, nous pouvons rappeler que nous ne disposons pas de la nature des entreprises présentes après 1990 et ayant disparu avant 1999. Il faudrait donc pouvoir élargir notre base de donnée pour répondre de manière satisfaisante à cette question.

4.2 Éléments de démographie des entreprises familiales

Les premiers éléments descriptifs de notre étude confirme la pertinence de l'analyse de Chandler [1977]. Si l'entreprise est nécessairement familial à sa création (période de son cycle de vie où

4. Notre échantillon ne comporte alors plus 492 entreprises, mais seulement 420

5. lorsque les secteurs financiers sont laissés dans l'échantillon, les entreprises représentent alors 33 % des valeurs cotées, ces secteurs étant constitués principalement d'entreprise indépendante

la société est encore petite et en forte croissance), il semble qu'un développement intense ne puisse ensuite se faire qu'en contrepartie d'une perte du contrôle de l'entreprise par la famille fondatrice. Pour autant, si les entreprises indépendantes sont caractérisées par un chiffre d'affaires conséquent, leur performance économique semble moindre que celle des groupes familiaux.

L'entreprise familiale dirigée par son fondateur est jeune, elle n'existe en moyenne "que" depuis 27 ans (ce chiffre étant en plus surestimé par les groupes anciens ayant été rachetés par des entrepreneurs comme Bernard Arnault, typiquement référencié comme fondateur de son entreprise). Son actionnariat est naturellement très concentré, mais pas significativement plus que pour les autres entreprises familiales. Ses effectifs, comme son chiffre d'affaires, sont par contre largement inférieurs à l'ensemble des autres groupes : relativement aux entreprises indépendantes, les ventes de ces sociétés sont en moyenne 8 fois plus petites (cf. tableau 2).

TAB. 2 – Description des entreprises par modalité fam pour l'année 1999

<i>fam</i>	age	log(vente)	log(effectif)	actionnariat
ent. indépendante	61	6.7	3.6	40%
	(5.1)	(0.10)	(0.10)	(2.85)
	91	94	101	94
ent. fam. dirigée par fondateur	27	5.8	2.7	50%
	(2.6)	(0.05)	(0.06)	(1.80)
	147	150	153	142
ent. fam. dirigée par héritier	76	6.1	3.0	54%
	(5.4)	(0.07)	(0.07)	(2.19)
	89	93	93	89
ent. fam. dirigée par ind.	67	6.17	3.13	49%
	(6.0)	(0.04)	(0.04)	(2.64)
	65	65	69	64
Total	53	14.2	7.2	48%
	(2.4)	(0.10)	(0.10)	(1.18)
	392	402	416	389

Note : la variable actionnariat correspond au cash-flow right de la personne morale détenant la part la plus importante dans l'entreprise; entre parenthèses figurent les erreurs standards; en dessous est indiqué le nombre d'observations pour chaque modalité

Les entreprises familiales pour lesquelles il y a eu transmission "héréditaire" du capital et/ou de la direction sont plus âgées (en moyenne 67 et 76 ans, cf. tableau 2). Les sociétés encore dirigées par la famille fondatrice sont notablement plus petites, aussi bien en terme de ventes qu'en effectif : ainsi, par exemple, les sociétés indépendantes ont-elles des ventes près de 4 fois plus importantes que les sociétés familiales dirigées par des héritiers⁶ ; de même, les entreprises indépendantes ont des effectifs près de 3 fois plus abondants que les entreprises familiales dirigées par des indépendants⁷. Ainsi, la mainmise sur l'exécutif de l'entreprise par la famille fondatrice

6. puisque $\frac{10^{6.7}}{10^{6.1}} = 3.981$

7. puisque $\frac{10^{3.6}}{10^{3.13}} = 2.951$

semble donc affecter le développement de la société. Potentiellement il pourrait exister, à un certain stade du cycle de vie de l'entreprise familiale, un arbitrage croissance/contrôle qui impliquerait une très forte croissance temporaire des entreprises indépendantes, sans pour autant que dans le long terme, ces entreprises ne croissent plus vite que les entreprises familiales (comme nous le verrons plus loin). Cet arbitrage sera la clé de voute du modèle que nous présenterons dans la section 6.

secteur	0	1	2	3	Total
agro-alimentaire	8	6	17	8	39
biens de consommation	7	18	14	13	52
btp	2	0	2	1	5
chimie	5	10	4	5	24
communication	6	16	2	4	28
distribution	5	20	7	9	41
energie et eau	10	4	2	1	17
haute technologie	12	23	3	2	40
holding	4	9	8	7	28
industrie de base	5	3	2	1	11
industries de transfo	23	26	27	14	90
services	10	14	3	2	29
transport	5	6	3	2	16
Total	102	155	94	69	420

TAB. 3 – Ventilation par secteur des modalités de *fam* pour l'année 1999

L'image des entreprises dirigées par leur fondateur s'affine à l'aune du tableau 3, présentant la distribution sectorielle des entreprises par modalités de *fam* : elles sont prédominantes dans des secteurs à forte valeur ajoutée et à faible coût fixe : elles représentent ainsi plus de la moitié des entreprises dans les hautes technologies, les communications ou la distribution, et presque la moitié dans les services. Symétriquement, les entreprises indépendantes sont l'essentiel des effectifs des secteurs à fort rendement croissant (énergie et eau, industrie de base, industrie de transformation). Enfin, les entreprises familiales dirigées par un héritier sont particulièrement présentes dans des secteurs relativement stables comme le B.T.P. ou l'agroalimentaire (on peut penser à Pernot-Ricard, à Grand Marnier ou à Bouygues). Les entreprises familiales ayant à leur tête un manager professionnel semblent à peu près équiréparties entre les différents secteurs, avec une présence importante dans la production des biens de consommation.

4.3 Présentation des indicateurs de performance et analyse univariée

Les mesures de la performance d'une entreprise sont multiples. Nous définissons ici quelques-uns des ratios financiers utilisés par les praticiens de la finance d'entreprise dans l'évaluation d'une société :

- **ROA** (Return On Asset) : il s'agit de la rentabilité des actifs économiques de l'entreprise ; ce ratio est défini comme le rapport entre l'excédent brut d'exploitation net des amortissements (ENE : excédent net d'exploitation) et la valeur totale des actifs de l'entreprise à leur coût

de remplacement (Actif⁸). Soit :

$$ROA = \frac{ENE}{Actif}$$

- **ROE** (Return On Equity) : ce ratio désigne le rendement des fonds propres de l'entreprise, calculé comme le rapport entre le résultat comptable avant impôt (RCAI⁹) et la valeur des capitaux propres (CP) :

$$ROE = \frac{RCAI}{CP}$$

- γ_{ca} : taux de croissance des ventes
- γ_{eff} : taux de croissance des effectifs
- q : le q de Tobin indique les perspectives d'investissement de la société ; il est calculé comme le rapport entre la valeur de marché des actifs de l'entreprise et leur valeur comptable. Soit¹⁰ :

$$q = \frac{capitalisation + Dette}{Actif}$$

Le tableau 4 présente le croisement entre ces différents indicateurs de performance et la variable *fam*. En moyenne, les entreprises gérées par leur fondateur ont les meilleurs rendements, aussi bien sur fonds propres que sur actifs. De plus, on constate bien à l'aide de ce simple tableau croisé qu'il s'agit là d'entreprises en pleine phase de croissance, avec des taux moyens de croissance de chiffre d'affaires ou d'effectif de l'ordre de 17%. Enfin, les perspectives d'investissement de ces sociétés semblent importantes puisque le marché valorise fortement leurs actifs relativement à leur valeur comptable. Néanmoins, à ce stade, il est impossible d'attribuer ces performances à la spécificité du contrôle par le fondateur, ce tableau croisé n'étant contrôlé pour aucune variable observable : il faut se souvenir ici de la spécificité des entreprises dirigées par leur fondateur relativement au reste de l'échantillon (ces entreprises sont jeunes et de petite taille, cf. tableau 2).

Une comparaison rapide des trois autres groupes semble indiquer des faibles rendements pour les entreprises indépendantes relativement aux entreprises familiales hors celles dirigées par leur fondateur. S'il est impossible de distinguer entre les entreprises familiales dirigées par un héritier ou par un dirigeant professionnel, le contrôle familial de l'actionnariat semble impliquer des différences significatives de performance. Ainsi, les fonds propres des entreprises dirigées par des héritiers donnent des rendements supérieurs de plus de 2 points ; ces entreprises offrent par ailleurs des rendements sur actifs valant 30% de plus que ceux des entreprises indépendantes. Pour autant, les taux de croissance de ces trois groupes ne semblent pas significativement différents à la vue du tableau 2, de même que leur q de Tobin, même si, en moyenne, les entreprises à l'actionnariat familial sur-performent également les entreprises indépendantes relativement à ces variables.

Les données comptables nous permettent également de nous intéresser à certaines mesures de l'efficacité du système de production et à la structure financière de l'entreprise. On peut ainsi calculer :

- la productivité moyenne, noté *pl*, logarithme du rapport de la valeur ajoutée et des effectifs

8. Rappelons ici que la valeur des actifs est par définition égale à la somme des capitaux propres de l'entreprise (*CP*) et de la dette financière de l'entreprise (*Dette*), i.e. : $Actif = CP + Dette$

9. Le RCAI est calculé comme la différence entre l'excédent net d'exploitation ENE et la valeur des intérêts payés sur la dette de l'entreprise i.e. : $RCAI = ENE - r \times Dette$

10. précisément, la dette prise en compte au numérateur est seulement la dette financière ; l'actif au numérateur est calculé comme l'actif moins les provisions moins les dettes commerciales

TAB. 4 – Performances des entreprises familiales entre 1990 et 2000

<i>fam</i>	ROE	ROA	γ_{ca}	γ_{eff}	q
ent. indépendante	0.169 (.0067) 748	0.065 (.0021) 776	0.091 (.0087) 665	0.070 (.0088) 615	1.07 (.0191) 643
ent. fam. dirigée par fondateur	0.266 (.0073) 862	0.098 (.0023) 879	0.178 (.0093) 749	0.178 (.0131) 678	1.24 (.0191) 664
ent. fam. dirigée par héritier	0.190 (.006) 782	0.084 (.0021) 787	0.082 (.0072) 671	0.069 (.0087) 627	1.10 (.0191) 658
ent. fam. dirigée par ind.	0.217 (.0086) 433	0.071 (.0026) 452	0.095 (.0089) 393	0.075 (.0120) 355	1.16 (.0314) 339
Total	0.212 (.0036) 2840	0.081 (.0012) 2906	0.116 (.0045) 2483	0.103 (.0056) 2283	1.14 (.0118) 2353

Note : $ROA = \frac{ENE}{Actif}$ désigne le rendement des actifs ; $ROE = \frac{rcai}{cp}$ désigne le rendement des fonds propres ; γ_{ca} désigne le taux de croissance des ventes ; γ_{eff} désigne le taux de croissance des effectifs ; q désigne le q de Tobin ; toutes ces variables sont calculées sur l'intégralité de l'échantillon de 1990 à 2000 ; entre parenthèses figurent les erreurs standards ; en dessous est indiqué le nombre d'observations pour chaque modalité

($pl = \log(\frac{ca-ci}{eff})$), où *ca* désigne le chiffre d'affaire, *ci* les consommations intermédiaires et *eff* les effectifs

- le salaire annuel moyen versé, noté *w*
- le rapport capital/travail de l'entreprise, calculé par $\log(\frac{immo}{eff})$, où *immo* désigne les immobilisations pour l'exercice courant.
- le levier financier de l'entreprise, soit une mesure de la part de la dette dans le financement des actifs de l'entreprise. Ici, le levier est exprimé comme le rapport entre la dette financière et la somme de la dette financière et des capitaux propres : $lev = \frac{det\ fin}{det\ fin+cp}$ (*detfin* désigne la valeur de la dette financière, *cp* celle des capitaux propres)
- le taux d'intérêt versé sur la dette, noté *r* n'est qu'un proxy du taux réel servi par les entreprises : il est calculé en divisant les charges financières de l'entreprise par leur dette financière¹¹.

TAB. 5 – Efficacité et structure financière des entreprises familiales entre 1990 et 2000

<i>fam</i>	pl	w	$\log(\frac{k}{l})$	leverage	r
ent. indépendante	6.04 (.021) 626	254.3 (3.16) 684	6.11 (.0381) 712	0.406 (.007) 742	0.125 (.003) 639
ent. fam. dirigée par fondateur.	5.96 (.020) 810	243.6 (3.20) 839	5.61 (.036) 828	0.383 (.007) 854	0.128 (.004) 691
ent. fam. dirigée par héritier	5.91 (.019) 710	208.5 (2.49) 720	5.73 (.031) 718	0.403 (.008) 771	0.132 (.003) 678
ent. fam. dirigée par ind.	5.73 (.021) 389	212.7 (4.00) 410	5.69 (.035) 431	0.408 (.010) 443	0.112 (.004) 366
Total	5.93 (.010) 2539	232.05 (1.64) 2653	5.79 (.018) 2689	0.398 (.004) 2810	0.126 (.002) 2374

Note : *pl* désigne la productivité moyenne du travail, calculée comme le logarithme du ration valeur ajoutée sur effectif ; *w* désigne le salaire moyen en millier de francs par an ; $\log(\frac{k}{l})$ représente l'intensité capitalistique de l'entreprise ; le levier financier est calculé par $lev = \frac{det\ fin}{det\ fin+cp}$; *r* est un proxy pour le taux d'intérêt moyen payé sur la dette, il est calculé comme le ratio des charges financières sur la dette financière ; toutes ces variables sont calculées sur l'intégralité de l'échantillon de 1990 à 2000 ; entre parenthèses figurent les erreurs standards ; en dessous est indiqué le nombre d'observations pour chaque modalité

Le tableau 5 est intéressant en regard du tableau 4, qui présentait les performances des différentes catégories d'entreprise : les groupes indépendants apparaissent significativement plus productifs que les sociétés familiales hors les groupes dirigés par leur fondateur, alors que le tableau

11. Le marché des corporate bonds n'est que très peu développé, si bien que l'on n'a pas accès à de vrais taux de marché

4 nous avait montré qu'ils sous-performaient ces sociétés. La colonne présentant le rapport capital/travail permet de réconcilier ces deux résultats : les entreprises indépendantes utilisent significativement plus de capital relativement aux entreprises familiales, ce qui explique pourquoi, bien qu'ayant une meilleure productivité du travail, leur rendement n'est pas supérieur. Par ailleurs, le salaire moyen versé confirme ce résultat ; les plus grands salaires sont versés par les entreprises indépendantes pouvant indiquer leur utilisation d'un travail plus qualifié lié à leur utilisation plus intensive de capital.

Les structures financières des entreprises semblent affectées par leur caractère familial. Les sociétés gérées par leur fondateur sont significativement moins endettées ; sans prétendre fournir une explication définitive, l'intuition laisse ici deviner qu'il existe certainement sur ces entreprises des contraintes de financement importantes, notamment du fait de l'absence de collatéral important. Cette intuition est confirmée par le prix important que paient les fondateurs sur leur dette : ainsi, il ne s'agit donc certainement pas ici d'un effet propre aux fondateurs, mais plutôt d'une conséquence de l'âge et de la taille de ces entreprises.

Mis à part le faible levier utilisé par les fondateurs, le tableau 5 semble indiquer que la structure de financement des autres groupes d'entreprises est assez uniforme. Par ailleurs, en l'absence de contrôle, nous retrouvons de manière sommaire le résultat d'Anderson et al. [2003] selon lequel les entreprises familiales dirigées par des managers professionnels doivent s'acquitter de taux d'intérêt sur leur dette beaucoup plus faibles que celui des autres groupes. Néanmoins, contrairement à leur étude, il ne nous apparaît pas ici que les autres entreprises familiales bénéficient de taux plus faibles que les sociétés indépendantes.

5 Contrôle familial et performance

Nous présentons dans cette section les résultats empiriques de notre étude sur les sociétés françaises cotées entre 1990 et 2000. Dans un premier temps, nous exposons les résultats de l'analyse linéaire contrôlée, qui indique fortement une meilleure performance des entreprises familiales, et particulièrement de celles dirigées par des héritiers. Dans une deuxième section, nous revenons sur le biais d'endogénéité qui affecte potentiellement nos résultats. Enfin, nous finissons cette partie en étudiant les successions de P.D.G. qui interviennent au sein de notre échantillon.

5.1 Mise en œuvre de l'analyse linéaire multivariée

5.1.1 Les contrôles utilisés

Dans un premier temps, la stratégie retenue pour estimer la performance des entreprises familiales est une analyse linéaire multivariée contrôlée : il s'agit là du premier stade d'analyse économétrique que nous pouvons réaliser avec nos données. Les contrôles utilisés doivent permettre de bien distinguer l'effet du contrôle familial de certaines influences prédites par la théorie de la démographie d'entreprise ou de la finance d'entreprise.

Ainsi, comme le montre Evans [1987] (et comme semble le confirmer nos premières statistiques descriptives), la croissance d'une entreprise est négativement corrélée avec sa taille et son âge. De plus, il existe empiriquement une relation, non linéaire (en forme de U inversé), entre concentration de l'actionnariat et performance. Les fondements théoriques d'une telle relation sont assez simples : l'augmentation de la concentration de l'actionnariat permet un meilleur monitoring du dirigeant (la présence d'un actionnaire majoritaire atténue le problème d'action collective lié à la surveillance du dirigeant) ; toutefois, comme le testent Bertrand et al. [2000] sur les filiales de grands groupes indiens, passé un certain seuil de contrôle, les actionnaires majoritaires peuvent

être amenés à détourner de la richesse et ainsi à exproprier les actionnaires minoritaires. Enfin, le levier financier est considéré depuis Jensen [1986] comme un instrument important de discipline pour le manager, en ce qu'il le contraint à dégager le cash-flow nécessaire au paiement des intérêts de la dette.

Pour bien distinguer ces effets de l'influence propre du contrôle et/ou du management par la famille fondatrice, nous utilisons précisément les contrôles suivants :

- le secteur de l'entreprise, à un ou deux chiffres selon la regression effectuée
- l'âge de l'entreprise discrétisé en 10 modalités (par décile)
- la taille de l'entreprise discrétisée en 10 modalités (par décile), mesurée comme le logarithme de ses actifs
- le levier de l'entreprise
- le pourcentage de capital détenu par la personne morale détenant le plus d'actions, et ce même pourcentage au carré, pour contrôler de la non-linéarité de l'effet de la concentration de l'actionnariat sur les performances de l'entreprise

5.1.2 Stratégies d'estimation

Disposant d'un panel, nous pouvons mettre en œuvre deux stratégies d'estimation linéaire multivariée. Leur différence repose sur l'hétérogénéité que l'on attribue à l'observation d'une même entreprise à deux dates différentes : deux observations d'une même entreprise doivent-elles être considérées comme une seule réalisation mesurée deux fois, ou s'agit-il réellement de deux réalisations bien distinctes ?

Tout d'abord, considérant que chaque observation de performance d'une entreprise pour une année donnée est une variable indépendante, on peut estimer le modèle multivariée à deux effets fixes suivants :

$$(1) \quad perf_{i,t,s} = \kappa + \alpha_s + \delta_t + \beta \times X_{i,t} + \gamma \times fam_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

avec :

perf un des indicateurs de performance présenté plus haut

α_s l'effet fixe sectoriel

δ_t l'effet fixe temporel

X les variables de contrôle (âge, taille, levier, concentration de l'actionnariat)

En second lieu, une estimation dans l'esprit de Morck et al. [1998] considère qu'il n'y a pas de véritable hétérogénéité dans la réalisation des performances successives d'une même entreprise : le panel permet alors simplement de réduire les erreurs de mesure, en estimant la performance par une moyenne temporelle plutôt que par une seule observation. Ainsi, il s'agit d'estimer l'équation 2 :

$$(2) \quad \overline{perf}_{i,s} - \overline{perf}_s = \alpha + \beta \times \overline{X}_i + \gamma \times fam_i + \varepsilon_i$$

avec :

$\overline{perf}_{i,s}$ la performance moyenne temporelle de l'entreprise *i* appartenant au secteur *s*

\overline{perf}_s la performance moyenne du secteur *s*

X les variables de contrôle (âge, taille, levier, concentration de l'actionnariat)

Cette équation présente néanmoins deux écueils :

- les entreprises qui apparaissent après 1990 ne sont pas sélectionnées au hasard : il s'agit souvent d'entreprises jeunes et particulièrement performantes (au delà du simple effet de leur âge). On risque donc de surestimer la performance des fondateurs si l'on conserve ces nouvelles entreprises dans l'échantillon ; les enlever conduit potentiellement à sous-estimer la performance de ces mêmes entreprises.
- il faut, pour que cette équation ait un sens, que les entreprises de l'échantillon ne changent pas de structure sur la période pour laquelle la moyenne est réalisée. Or, potentiellement, les entreprises dont la structure évolue ne sont pas non plus sélectionnées aléatoirement : si le nombre de ces changements est limité, le faible nombre d'observations dont nous disposons lorsque nous effectuons cette régression par moyenne rend malgré tout coûteux l'abandon de ces observations.

Finalement, l'estimation de cette équation est réalisée en prenant les moyennes sur la période 1997-2000, sinon, l'échantillon devient trop réduit pour espérer obtenir des résultats significatifs. Par ailleurs, le secteur utilisé dans l'estimation de cette équation est un secteur à un chiffre.

5.2 Des entreprises familiales plus performantes

De manière assez frappante, notre recherche montre que les entreprises dirigées par des héritiers exploitent de manière plus efficace leurs actifs économiques (tableau 6) : significativement, leur ROA est plus élevé que celui des entreprises indépendantes et des entreprises dirigées par un manager professionnel. Ce résultat est par ailleurs robuste à la méthode d'estimation par moyenne (tableau 15 présenté en annexe B), à ceci près que la différence de ROA entre les entreprises dirigées par des héritiers et les sociétés familiales gérées par des indépendants n'est plus significative.

Cette meilleure efficacité des actifs économiques ne se transmet que partiellement sur le rendement des fonds propres : si les entreprises familiales semblent avoir un ROE significativement meilleur que celui des entreprises indépendantes, les différences de ROE parmi les entreprises familiales ne sont pas significatives : ce résultat est invariant selon la méthode d'estimation utilisée (tableau 7 et tableau 15 de l'annexe B).

Pourquoi les fonds propres des entreprises dirigés par des héritiers ne bénéficient-ils pas (ou pas complètement) de la meilleure performance économique de ces entreprises ? Le tableau 8 montre que les entreprises familiales dirigées par des managers professionnels font face à des taux d'intérêt significativement plus faibles que les autres groupes (suivant en cela partiellement le résultat de Anderson et al. [2002]), tandis que leur niveau de levier financier est à peu près identique : ils ont donc moins de charges financières ce qui leur permet de dégager un résultat net plus important, et donc d'augmenter le rendement de leur fonds propres (puisqu'ils ont, *grosso modo*, la même structure financière que les héritiers).

Le tableau 9 peut apparaître surprenant au vu de ces premiers résultats : le marché semble sous-valoriser la valeur des actifs des entreprises dirigées par des héritiers, relativement au groupe des sociétés familiales dirigées par des indépendants. En effet, nous avons vu que les héritiers ont

TAB. 6 – Régression du ROA selon l'équation 1

ROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
fondateur	.033 (.003)***	.031 (.003)***	.022 (.003)***	.015 (.003)***	.015 (.003)***	.012 (.004)**
héritier	.019 (.003)***	.019 (.003)***	.014 (.003)***	.018 (.003)***	.018 (.003)	.0168 (.004)***
manager professionnel	.005 (.003)*	.006 (.004)	.003 (.004)	.005 (.004)	.006 (.003)*	.0008 (.004)
année	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
secteur	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
taille	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI
leverage					-.094 (.005)***	-.106 (.007)***
act						.0006 (.0002)***
$\frac{act^2}{2}$						-.00001 (4.68e-06)***
constante	.065 (.002)***	.072 (.005)***	.081 (.007)***	.101 (.008)***	.140 (.008)***	.089 (.010)***
R^2	0.0447	0.122	0.138	0.178	0.279	0.324
N	2921	2921	2921	2921	2772	1675

Note : la régression est effectuée sur l'intégralité de l'échantillon de 1990 à 2000 ; l'âge et la taille sont discrétisées par décile ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

TAB. 7 – Régression du ROE selon l'équation 1

<i>ROE</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
fondateur	.097 (.009)***	.088 (.01)***	.093 (.011)***	.069 (.011)***	.064 (.011)***	.049 (.013)***
héritier	.019 (.009)**	.023 (.010)**	.026 (.010)**	.037 (.010)***	.035 (.010)***	.032 (.013)**
manager professionnel	.048 (.011)***	.045 (.011)***	.045 (.012)***	.046 (.012)***	.046 (.011)***	.027 (.014)*
année	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
secteur	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
taille	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI
leverage					-.122 (.0168)***	-.104 (.022)***
act						.0015 (.0007)**
$\frac{act^2}{2}$						-.00003 (.00001)***
constante	.169 (.007)***	.193 (.015)***	.188 (.022)***	.271 (.025)***	.30 (.026)***	.139 (.032)***
R^2	0.042	0.104	0.107	0.154	0.171	0.188
N	2855	2855	2855	2855	2781	1686

Note : les régressions sont estimées à partir de l'intégralité de l'échantillon de 1990 à 2000 ; l'age et la taille sont discrétisées par décile ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

TAB. 8 – Taux d'intérêt et levier financier

	(1) leverage	(2) r	(3) leverage	(4) r
fondateur	.027 (.016)*	-.0112 (.008)	.052 (.032)*	-.021 (.016)
héritier	.005 (.015)	-.0002 (.008)	0.011 (.034)	.0001 (.016)
manager professionnel	.020 (.017)	-.018 (.009)**	.027 (.036)	-.027 (.017)*
année	OUI	OUI	OUI	OUI
secteur	OUI	OUI	OUI	OUI
taille	OUI	OUI	OUI	OUI
age	OUI	OUI	OUI	OUI
act	.0003 (.0008)	-.0004 (.0005)	-.0005 (.002)	.001 (.001)
$\frac{act^2}{2}$	1.83e-06 (.00001)	9.04e-06 (9.65e-06)	.00001 (.00004)	-.00002 (.00002)
constante	.313 (.037)***	.172 (.022)***	-.117 (.0731)*	.026 (.034)
R^2	0.172	0.138	0.166	0.092
N	1705	1302	318	310

Note : les estimations (1) et (2) correspondent à l'équation 1 et les estimations (3) et (4) à l'équation 2 ; l'age et la taille sont discrétisées par décile ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

des actifs économiques significativement plus efficaces que ceux des entreprises familiales dirigées par des indépendants ; pourtant, le tableau 9 montre que leur q de Tobin est significativement plus faible relativement à ces mêmes entreprises¹² : peut-être s'agit-il là de la crainte des actionnaires minoritaires d'une expropriation spécifique par la famille (puisque la régression contrôle pour les effets liés à la concentration de l'actionnariat) ? Ce résultat est certainement à relier avec l'"event study" réalisée par Johnson et al. [1985] qui montre que le flux des bénéficiaires privés tirés du contrôle de l'entreprise diminue lorsqu'un dirigeant puissant vient à mourir soudainement (sa mort entraînant une hausse du prix de l'action de son entreprise).

TAB. 9 – Régression du q de Tobin selon l'équation 1

q	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
fondateur	.173 (.031)***	.233 (.029)***	.236 (.031)	.177 (.032)***	.173 (.032)***	.168 (.041)***
héritier	.033 (.031)	.02 (.029)	.018 (.030)	.028 (.0309)	.029 (.030)	.036 (.040)
manager professionnel	.094 (.036)***	.10 (.033)***	.091 (.034)***	.088 (.033)***	.096 (.033)***	.109 (.042)***
année	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
secteur	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
taille	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI
leverage					-.458 (.051)***	-.400 (.067)***
act						-.003 (.002)*
$\frac{act^2}{2}$.00006 (.00004)
constante	1.06 (.022)***	1.11 (.043)***	1.00 (.067)***	1.02 (.078)***	1.18 (.082)***	1.29 (.104)***
R^2	0.014	0.302	0.307	0.339	0.367	0.410
N	2368	2368	2368	2368	2289	1386

Note : les régressions sont estimées à partir de l'intégralité de l'échantillon de 1990 à 2000 ; l'age et la taille sont discrétisées par décile ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

Enfin, les tableaux 17 et 19, comme les tableaux 18 et 20, tous présentés en annexe C, confirment la valeur ajoutée qu'impulsent les créateurs d'entreprise sur la croissance de leur société. Ils nous montrent également que toutes les entreprises hormis celles dirigées par leur fondateur, croissent à un rythme relativement comparable¹³ : pourquoi les entreprises indépendantes sont-elles alors

12. l'estimation du tableau 16 en annexe B confirme ce résultat en moyenne, même si les différences n'apparaissent plus significatives

13. si le tableau 18 laisse apparaître une plus forte croissance des ventes entre 1997 et 2000 pour les entreprises familiales dirigées par des héritiers relativement aux entreprises gérées par des indépendants, il ne semble pas, au vu du

significativement plus grosses que toutes les autres ? Reprenant ce que nous avons déjà dit plus haut, il faut peut-être émettre l'hypothèse qu'il existe deux groupes parmi les entreprises dirigées par les fondateurs, l'un faisant le choix d'une croissance forte et temporaire en concédant une perte de contrôle, l'autre gardant la main sur la direction, mais ne connaissant pas de période de fort développement. Ces éléments dynamiques du cycle de vie de l'entreprise familiale ne seront pas testés dans cette étude.

Le résultat central est donc ici l'utilisation efficace des actifs économiques par les héritiers. Le faible coût de la dette pour les entreprises familiales dirigées par des indépendants permet à ces entreprises de dégager d'importants cash-flows et d'augmenter la rentabilité de leurs fonds propres, jusqu'au même niveau que les entreprises dirigées par des héritiers. Les risques d'expropriation des actionnaires minoritaires, plus important pour les héritiers, conduisent certainement le marché à sous-valoriser les fonds propres de ces entreprises. D'un point de vue général, ces résultats démontrent que le contrôle familial de l'entreprise, loin de pénaliser ses performances, semblent les améliorer : ainsi, les entreprises indépendantes sous-performent-elles systématiquement les entreprises familiales.

5.3 Du biais d'endogénéité et de son traitement

Pourquoi deux entreprises comme Accor et Pierre & Vacances, créées à 6 ans d'intervalle et opérant dans le même secteur, ne sont-elles pas toutes deux encore possédées par leur fondateur ? Dans le cas de Pierre & Vacances la famille Brémond détient encore plus de 50 % des parts de la société, tandis que les fondateurs d'Accor ne possèdent plus désormais que 3% des parts de leur société. Y a-t-il des facteurs exogènes expliquant la différence d'évolution de ces deux sociétés, opérant pourtant dans le même secteur et à une échelle comparable ?

Il ne semble pas *a priori* possible d'exclure des causes endogènes au maintien de l'entreprise dans le giron de la famille fondatrice. Typiquement, les familles bénéficient d'informations privilégiées sur les perspectives futures de croissance de leur société, et elles pourraient ainsi être amenées à ne céder leur part que lorsque ces perspectives sont mauvaises. Une estimation par moindre carré ordinaire conduira alors à surestimer l'effet du contrôle familial sur la performance. Il convient d'avoir conscience de la limite d'une analyse linéaire multivariée, telle que nous l'avons implémenté dans la section 5.1 : potentiellement, les résultats issus d'une telle analyse souffrent de ce biais d'endogénéité.

Perez-Gonzales [2001] propose un moyen de s'en affranchir en se concentrant sur les successions de dirigeants au sein d'entreprises familiales. Il divise les entreprises en deux groupes : le premier est constitué par celles dont le nouveau dirigeant est issu de la famille fondatrice ; le second contient les entreprises dirigées après la succession par un manager professionnel. Il est alors possible d'appliquer une simple méthode de différence de différences pour tester l'influence d'un héritier sur la performance de l'entreprise, en comparant les performances moyennes avant et après succession pour les deux groupes respectivement. Néanmoins, cette méthodologie souffre elle-même de l'endogénéité de la décision de transmission de l'entreprise à un membre de la famille.

Une façon de progresser est alors d'appliquer la même stratégie d'estimation en ne conservant dans les deux groupes que les entreprises ayant des caractéristiques observables "comparables" avant la succession. La comparabilité est défini par Perez-Gonzales en utilisant une méthode de "propensity score matching". Toutefois, cela même reste imparfait dans la mesure où c'est justement l'existence d'une variable **inobservable** corrélée à la variable *fam* qui va provoquer l'endo-

tableau 2, que cela soit une propriété "stationnaire" des héritiers

généité dans l'estimation.

L'enjeu d'une estimation totalement affranchie des problèmes d'endogénéité serait donc de trouver une source de variation purement **exogène**, législative par exemple, affectant pour un groupe particulier d'entreprises le caractère familial de leur actionnariat et/ou de leur direction. C'est parce que nous n'avons pas trouvé de telles variations que nous nous sommes principalement reportés sur une analyse multivariée aussi contrôlée que possible (cf. section 5.1). Nous avons également tenté de reproduire l'approche utilisée par Perez-Gonzales dans son étude de succession de P.D.G. familiaux, et c'est ce travail que nous présentons dans la prochaine section.

5.4 Etude des successions

Malgré le faible nombre de successions dont nous disposons (cf. tableau 10), il est possible de mettre en œuvre l'exercice réalisé par Perez-Gonzales [2001]. Le tableau 10 présente ainsi le nombre de successions retracées entre 1994 et 2000, pour les entreprises familiales : on ne dispose malheureusement que de 4 cas d'entreprises pour lesquels la direction passe d'un fondateur à un manager professionnel. En comparaison des 162 successions étudiées par Perez-Gonzales, notre échantillon semble donc trop faible pour espérer obtenir des résultats significatifs.

TAB. 10 – Nombre de successions à la tête des entreprises familiales entre 1994 et 2000

	avant		
après		fondateur	héritier
héritier		14	15
indépendant		4	12

Les transitions d'héritier vers un héritier ou un indépendant étant plus nombreuses, l'impact de la direction par un manager professionnel a été réalisé à partir de ces successions. On ne conserve donc dans l'échantillon que les entreprises initialement détenues par des héritiers et ayant connu une succession tout en restant familiales (succession de fam 2 vers fam 2 ou 3).

En premier lieu, on regarde la différence de performance induite par les deux types de successions. Pour les successions vers des managers indépendants, cet estimateur est simplement calculé par :

$$(3) \quad perf_{i,t} = \alpha + \beta \times \mathbf{1}_{\{t > t_i\}} + \varepsilon_{i,t}$$

où t_i est la date à laquelle un manager professionnel est arrivé à la tête de l'entreprise i .

Ensuite, on compare les effets de l'arrivée d'un manager professionnel relativement à l'arrivée d'un héritier par un estimateur en différence de différences (différence des estimateurs différences calculés dans l'équation 3). Cet estimateur, noté η , est calculé en régressant sur l'ensemble des entreprises ayant connu l'une ou l'autre des successions l'équation 4 :

$$(4) \quad perf_{i,t} = \alpha + \beta \times \mathbf{1}_{\{t > t_i\}} + \gamma \times \mathbf{1}_{\{fam_t=3, t > t_i\}} + \eta \times \mathbf{1}_{\{fam_t=3, t > t_i\}} \times \mathbf{1}_{\{t > t_i\}} + \varepsilon_{i,t}$$

Comme le laissait supposer le faible nombre de transitions constatées sur le tableau 10, les résultats des estimateurs de différence de différences ne sont pas statistiquement significatifs. Cependant, en espérance, l'arrivée d'un héritier à la tête d'une entreprise familiale semble améliorer

aussi bien le rendement de ses fonds propres que celui de ses actifs économiques. De manière surprenante néanmoins, le q de Tobin des entreprises familiales est moins affecté par l'arrivée d'un héritier que d'un manager professionnel : cela ne semble pas en accord avec l'interprétation de la section 5.2, selon laquelle le risque d'expropriation plus fort dans les entreprises familiales gérées par des héritiers pénalisait le niveau de leur capitalisation.

TAB. 11 – Evolution du ROE suivant la nature de la transition pour les entreprises initialement détenues par des héritiers

successeur	avant (I)	après (II)	différence (II vs I)	diff de diff
héritier	.127 (.024) 14	.1585 (.0164) 14	.0308 (.0297) 28	.0625 (.059) 48
indépendant	.1817 (.0289) 10	.1499 (.0498) 10	-.0317 (.057) 20	

TAB. 12 – Evolution du ROA suivant la nature de la transition pour les entreprises initialement détenues par des héritiers

successeur	avant (I)	après (II)	différence (II vs I)	diff de diff
héritier	.0738 (.0104) 14	.0727 (.008) 14	-.00108 (.01320) 28	.003 (.0242)
indépendant	.0511 (.017) 12	.0467 (.0113) 11	-.00445 (.02144) 23	

TAB. 13 – Evolution du q de Tobin suivant la nature de la transition pour les entreprises initialement détenues par des héritiers

successeur	avant (I)	après (II)	différence (II vs I)	diff de diff
héritier	1.1978 (.11649) 14	.92197 (.06346) 13	-.2758 (.1355)** 27	.07116 (.2263)
indépendant	1.264 (.1518) 12	.9172 (.0948) 10	-.3470 (.1878)* 22	

Par ailleurs, les entreprises familiales qui continuent à transmettre à leur descendance la direction de la société se caractérisent par un ROE bien plus faible que celui des entreprises qui vont faire appel à un manager professionnel ; parallèlement, le rendement de leur actif économique est plus élevé, mais cette différence n'est pas significative. Ainsi, le choix du successeur ne semble

pas être, au vu de ces quelques transitions, une décision indépendante des résultats économiques et financiers de l'entreprise, ce qui confirme la limite de cette méthode de différence de différences formulée dans la section 5.3.

5.5 Développements empiriques de notre étude

Le premier travail empirique que nous envisageons de poursuivre concerne l'extraction de données. En effet, nous n'avons pour l'instant déterminé le caractère familial que des entreprises cotées en 1999. Il semble donc nécessaire pour éliminer tout risque de biais lié à la survie des entreprises de mettre à jour l'actionnariat des entreprises qui ont été cotées entre 1990 et 1999 mais qui ont disparu avant 1999.

De plus, comme nous l'avons largement souligné, nos résultats, s'ils semblent relativement robustes, restent soumis à un biais d'endogénéité potentiel, qui pourrait nous conduire à sur-estimer la performance des entreprises familiales. Afin de nous affranchir de ce biais, nous envisageons de construire un instrument permettant de prédire de manière exogène le caractère familial d'une entreprise, en utilisant le nombre d'enfants des dirigeants

Plus précisément, cette instrumentation part du constat qu'une entreprise a peu de chance d'être dirigée par un héritier lorsque le dernier dirigeant de la famille n'a pas d'enfants ou éventuellement que des filles. Pratiquement, cette donnée du nombre d'enfants peut être collectée manuellement à partir des annuaires du Who's Who (éventuellement des "business Who's Who"). Ainsi, il semble possible de disposer, pour les entreprises familiales dirigées par des indépendants du nombre d'enfants du dernier dirigeant familial, pourvu que l'on arrive à identifier celui-ci. Par ailleurs, pour les entreprises familiales dirigées par un héritier, on pourrait également déterminer le nombre d'enfants du prédécesseur de l'actuel dirigeant. Ainsi, cette instrument nous permettrait de prédire, selon un critère relativement exogène (le nombre d'enfant), entre les modalités 2 et 3 de la variable *fam*. Nous pourrions alors reprendre nos régressions de performance, en ne conservant que les entreprises familiales hors celles dirigées par leur fondateur, et réaliser des doubles moindres carrés à l'aide de l'instrument présenté. Les résultats de cette régression seraient affranchis de toute endogénéité, et permettrait de trancher sur la performance relative de ces deux groupes d'entreprises.

6 L'impact macroéconomique du capitalisme familial

De manière synthétique, notre étude empirique voit s'opposer deux groupes d'entreprises qui constituent la majeure partie du capitalisme français : d'un côté, des groupes familiaux de petites taille, à l'actionnariat très concentré, et bénéficiant de forts rendements sur actifs ou sur fonds propres ; de l'autre, des entreprises indépendantes, de grande taille à l'actionnariat plus dilué et au rendement plus faible.

Les implications en terme de bien-être général de ces résultats ne sont pas claires, et plus précisément, la question de l'optimalité de l'équilibre empirique est loin d'être évidente. En particulier, nos données montrent clairement que les groupes indépendants représentent plus de la moitié de l'emploi et de la production de l'ensemble des sociétés cotées sur les marchés français. Ainsi, pour un planificateur cherchant à maximiser la production de l'économie, l'optimum de premier rang semble constitué, toutes choses égales par ailleurs, par un équilibre dans lequel seuls des groupes indépendants opèrent.

Pour autant, l'existence de bénéfices privés de contrôle de l'entreprise peut conduire à des équilibres de second rang, dans lequel coexistent des entreprises familiales et des entreprises indé-

pendantes. Ces bénéfices privés qui reviennent aux dirigeants d'entreprise ont été largement étudiés et ils sont devenus un outil central de la littérature récente en finance d'entreprise, aussi bien théorique qu'empirique¹⁴. Ainsi, pour pouvoir conserver ces bénéfices privées, les entrepreneurs familiaux peuvent préférer sous-investir (i.e. ne pas lever d'épargne publique). Dans un univers de rendements d'échelle décroissants, leur faible niveau de capital permet alors d'expliquer pourquoi ces entreprises familiales exhibent de meilleurs rendements des actifs que les groupes indépendants. Ainsi, la meilleure performance des entreprises familiales ne se traduit pas nécessairement par une efficacité macro-économique : bien au contraire, le modèle que nous développons montre que les importants rendements des entreprises familiales peuvent être la conséquence d'une inefficacité productive.

6.1 Présentation du modèle et optimum de premier rang

Nous allons étudier une économie constituée de travailleurs et d'entrepreneurs, ces deux populations étant chacune normalisées à l'unité. La production de cette économie est limitée à un seul bien, qui sert également de numéraire. La production est assurée par les entrepreneurs qui se livrent une concurrence parfaite, sur le marché du bien comme sur le marché du travail.

Les consommateurs reçoivent une dotation initiale en capital productif k^w . Ils offrent par ailleurs chacun une unité de travail de façon inélastique.

Chacun des entrepreneurs est initialement doté d'un stock de capital productif k . Pour mener à bien leur projet, deux options se présentent aux entrepreneurs :

- ils peuvent choisir de gérer une entreprise familiale. Dans ce cas, ils sont contraints à employer l'intégralité de leur capital, ni plus ni moins, selon une technologie Leontieff aux rendements d'échelle décroissant ($\beta < 1$):

$$(5) \quad Y_1 = A (\min(k, L_1))^\beta$$

- ils peuvent également choisir de lever de l'épargne publique en abandonnant le contrôle de leur entreprise. Dans ce cas, l'entrepreneur récupère l'intégralité des bénéfices potentiels liés à la vente d'action (car, par exemple, il est propriétaire du projet industriel attaché à l'entreprise). En notant K le niveau total de fonds propres levés par ces entrepreneurs, la production se fait alors selon :

$$(6) \quad Y_2 = A (\min(k + K, L_2))^\beta$$

Lorsque les entrepreneurs décident de conserver une entreprise familiale, ils touchent le bénéfice privé constant \tilde{B} . La littérature théorique identifie souvent les bénéfices privés du contrôle comme la valeur "psychique" que certains actionnaires attribuent au simple fait de diriger une part de leur entreprise. Au delà du simple plaisir tiré du pouvoir, les bénéfices privés peuvent provenir également du détournement frauduleux d'actifs de la société, de gratifications en nature réservés au top-management de l'entreprise, ou encore de l'expropriation de certains actionnaires minoritaires. Ici, les bénéfices privés sont purement idiosyncratiques, et représentent la seule source d'hétérogénéité entre les entrepreneurs : ils sont distribués selon une fonction de répartition F (on peut penser par exemple que le bénéfice privé tiré du contrôle de l'entreprise familiale dépend du nombre d'enfants de l'entrepreneur).

14. Pour un survey sur la question des *private benefit of control*, voir Dick et Zingales [2002]

Précisons maintenant le timing de notre économie. Il n'y a qu'une seule période. Au début de la période, les entrepreneurs choisissent leur mode de production et les consommateurs offrent leur épargne. Ensuite, la production se fait : les salaires et les dividendes sont versés. La période s'achève par la consommation des revenus des différents agents.

On note par la suite n la part d'entrepreneurs qui choisit de coter leur entreprise, et on fait l'hypothèse que le taux d'intérêt est nul (il existe seulement une technologie de stockage sans dépréciation du bien de production).

Optimum de premier rang

On considère un planificateur central dont la fonction objectif est la maximisation de la production. Il a la possibilité d'allouer le capital entre les deux types d'entreprise possibles et de choisir le nombre d'entreprises qui décident de rester familiales.

Le programme du planificateur s'écrit :

$$(7) \quad \max_{k_0, K, n} nA(k_0 + K)^\beta + (1 - n)Ak_0^\beta$$

$$s.c. \quad 0 \leq k_0 \leq k, \quad 0 \leq K \leq k^w, \quad 0 \leq n \leq 1$$

La solution de ce programme est facilement donnée par :

$$\begin{cases} n = 1 \\ K = k^w \\ k_0 = k \end{cases}$$

Le premier rang de notre modèle est donc réalisé lorsque seul des entreprises indépendantes produisent, et que toute la dotation initiale des consommateurs est investie dans les entreprises.

Ce résultat n'est guère surprenant en regard des hypothèses effectuées : les entreprises familiales, en refusant de lever de l'épargne pour continuer à jouir des bénéfices privées, diminuent le niveau de capital utilisé dans la production. L'optimum est donc naturellement de lever tout le stock d'épargne disponible, ce qui ne peut se faire que lorsqu'il n'y a que des entreprises familiales.

6.2 Détermination de la demande

La demande d'action

Les consommateurs épargnent en début de période afin de maximiser leur consommation de fin de période ; pour cela, ils achètent des actions aux entrepreneurs indépendants au prix par unité de capital p . En notant K^0 le capital investi en action par le consommateur représentatif, k^w étant sa dotation initiale, son programme s'écrit facilement :

$$(8) \quad \max_{K^0} (k^w - pK^0) + \frac{K^0}{K + k} \left[A (\min(k + K, L_2))^\beta - wL_2 \right] + w$$

Le consommateur n'internalise pas l'effet de sa demande d'action sur le stock de capital total des entreprises indépendantes. Ainsi, la condition du premier ordre de ce programme nous dit simplement que la valeur de l'action est égale au flux actualisé (avec un taux d'intérêt nul) de ses revenus futurs (sachant qu'il n'y a ici qu'une seule période) :

$$(9) \quad \rho = \frac{\pi_2}{k + K}$$

La demande de travail

Les entrepreneurs familiaux

L'utilité d'un entrepreneur familial est simplement donnée par :

$$U_1 = \pi_1 + B$$

où B est son bénéfice privé de contrôle de l'entreprise.

Si bien que son programme s'écrit :

$$(10) \quad \max_{L_1} A (\min(k, L_1))^\beta - wL_1 + B$$

Sous l'hypothèse que la dotation initiale en capital des entrepreneurs est suffisamment petite, il n'y pas de solution intérieure à ce programme, si bien que les entrepreneurs familiaux sont contraints par leur stock de capital initial. Plus précisément :

$$(11) \quad k < \left(\frac{A\beta}{w} \right)^{\frac{1}{1-\beta}} \Rightarrow L_1 = k$$

Les entrepreneurs indépendants

De même, l'utilité d'un entrepreneur qui choisit de coter son entreprise s'écrit :

$$U_2 = \frac{k}{K+k} \pi_2 + (\rho - 1) K$$

Le deuxième terme de cette expression correspond aux gains de l'introduction en bourse, qui échoient, comme nous l'avions annoncé, à l'entrepreneur. Les entrepreneurs internalisant la demande d'action des consommateurs, l'expression de leur utilité s'écrit plus simplement :

$$(12) \quad U_2 = \pi_2 - K$$

Ainsi, le programme des entrepreneurs qui cotent leur entreprise s'écrit :

$$(13) \quad \max_{L_2, K} A (\min(k + K, L_2))^\beta - wL_2 - K$$

On va alors supposer que ce programme admet des solutions telles qu'il y a effectivement achat d'actions, i.e. telles que $K > 0$. Pour cela, il est nécessaire que le capital initialement détenu par les entrepreneurs ne soit pas trop important, si bien que

$$(14) \quad k < \left(\frac{A\beta}{1+w} \right)^{\frac{1}{1-\beta}} \Rightarrow L_2 = k + K = \left(\frac{A\beta}{1+w} \right)^{\frac{1}{1-\beta}}$$

Remarquons dès à présent que la condition 14 implique la validité de la condition 11.

6.3 Résolution de l'équilibre

Pour toute la suite, on se place dans l'hypothèse de l'équation 14, où il n'y a pas de solution intérieure pour les entrepreneurs familiaux et où il y a une solution intérieure pour les entrepreneurs indépendants. ($k < \left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}}$)

L'équilibre sur le marché du travail

La résolution du modèle passe par l'écriture de l'équilibre sur le marché du travail. La demande de travail est donnée par la somme des demandes de travail des entreprises familiales et des entreprises indépendantes. Soit :

$$(15) \quad L^d = nL_2 + (1-n)L_1 = n \left(\frac{A\beta}{1+w} \right)^{\frac{1}{1-\beta}} + (1-n)k$$

Puisque nous avons normalisé la population de consommateur à 1, et que nous avons supposé l'offre de travail inélastique égale à 1 :

$$(16) \quad L^s = 1$$

On voit donc que l'équilibre sur le marché du travail dépend du nombre d'entreprises familiales : lorsque celles-ci sont trop importantes, la demande de travail est toujours inférieure à 1, si bien qu'il existe du chômage à l'équilibre. Ainsi, la figure 6.3 présente bien les divers cas possibles d'équilibre sur le marché du travail.

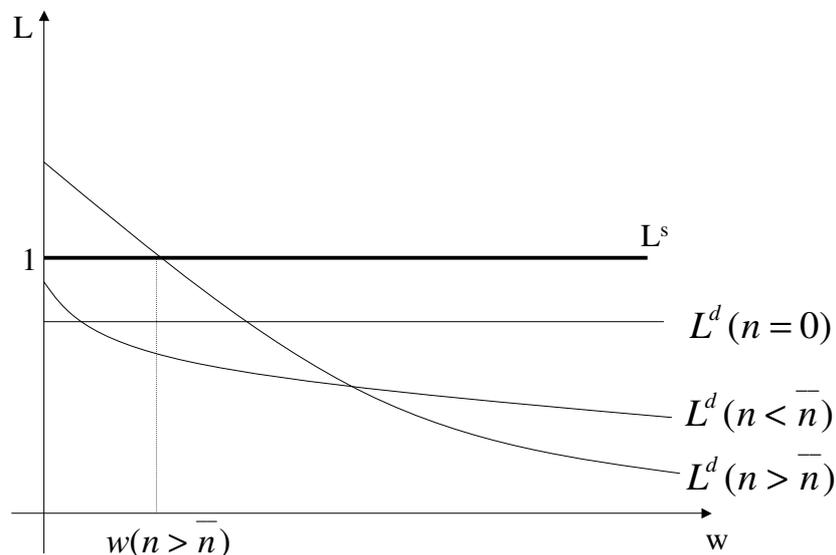


FIG. 1 – Equilibre sur le marché du travail

Afin de déterminer la relation existant entre le salaire et le nombre d'entreprises indépendantes n , nous distinguons donc deux cas, comme le laisse envisager la figure 6.3 :

- Lorsque $n \geq \bar{n} = \frac{1-k}{\left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} - k}$, le marché du travail s'équilibre à un salaire $w > 0$ défini par :

$$(17) \quad n = \frac{1-k}{\left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} - k}$$

- Pour $n \leq \bar{n}$, le marché du travail n'est pas équilibré, la demande de travail étant insuffisante (les entreprises familiales sont en trop grand nombre) : le salaire est alors égal à 0.

Au final, nous pouvons donc écrire la relation existant entre le salaire w et le nombre d'entreprises indépendantes n , relation qui résulte du marché du travail :

$$(18) \quad \boxed{\begin{cases} n = \frac{1-k}{\left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} - k} & \text{pour } n \geq \bar{n} \\ w = 0 & \text{pour } 0 \leq n \leq \bar{n} \end{cases}}$$

Cette relation est une relation croissante (pas strictement) entre le nombre d'entreprises indépendantes n et le niveau du salaire w . Ce résultat n'est pas surprenant. Sous les hypothèses que nous avons effectuées, les entreprises indépendantes sont plus demandeuses de travail (puisque $K > 0$). Une augmentation de la proportion d'entreprises indépendantes conduit donc à une augmentation de la demande de travail, et donc à une augmentation du salaire (lorsqu'il n'est pas nul), puisque le marché du travail est supposé parfait dans ce modèle.

Bénéfice privé de l'entrepreneur indifférent

L'entrepreneur indifférent entre entreprise cotée et entreprise familiale est celui dont le bénéfice privé est tel que son utilité est la même dans les deux situations. Formellement, en notant B^* ce bénéfice privé, il faut donc que :

$$(19) \quad U_1 = U_2 \Rightarrow B^* = \pi_2 - K - \pi_1$$

Or comme nous l'avons dit, les bénéfices privés, seules sources d'hétérogénéité dans le modèle, sont distribuées selon une fonction de répartition F , si bien que : $B^* = F^{-1}(n)$.

Finalement, on tire de l'équation 19 une dernière relation entre n et w :

$$(20) \quad \boxed{B^* = F^{-1}(n) = (1+w)k - Ak^\beta + (1-\beta) \frac{A^{\frac{1}{1-\beta}} \beta^{\frac{\beta}{1-\beta}}}{(1+w)^{\frac{\beta}{1-\beta}}}}$$

Le sens de variation de cette relation est facilement déterminé puisque, sous l'hypothèse 14, l'on a :

$$(21) \quad \frac{\partial B^*}{\partial w} = k - \left(\frac{\beta A}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} < 0$$

Ainsi, on obtient ici une relation décroissante entre n et w . En effet, lorsque w augmente, les profits des deux types d'entreprise diminuent, tandis que le bénéfice privé lié au contrôle de l'entreprise familiale reste constant. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation de w rend plus attrayant le contrôle d'une entreprise familiale et tend donc à diminuer n .

Existence de l'équilibre

Les relations 17 et 20 nous fournissent deux relations entre n et w , l'une croissante, l'autre décroissante. L'ordonnée à l'origine de la courbe décroissante, noté \hat{n} , correspond à la proportion d'entrepreneurs ayant un bénéfice privé les rendant indifférent entre rester familiaux et devenir publics lorsque le salaire est nul : cette proportion est toujours comprise entre 0 et 1. Comme nous l'avons déjà vu, la courbe croissante est telle que pour $n < \bar{n}$, le salaire est nul (la demande de travail est insuffisante). \bar{n} correspond à la proportion d'entrepreneurs indépendants nécessaire pour que la demande de travail soit exactement égale à 1 lorsque le salaire est nul

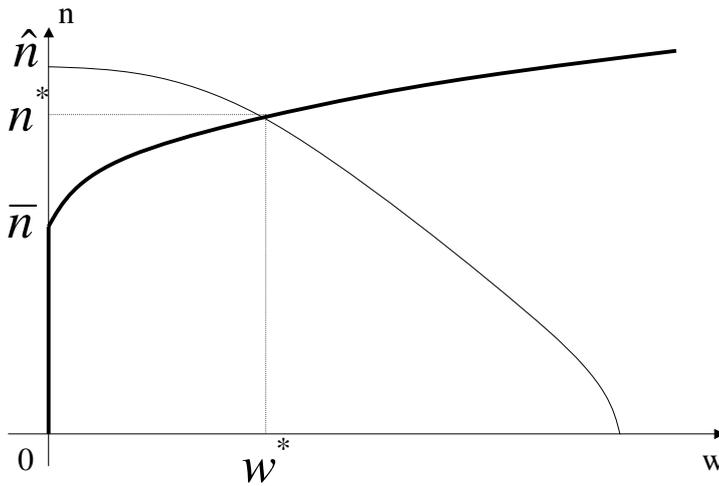


FIG. 2 – Exemple d'équilibre sans chômage

Les figures 2 et 3 nous permettent d'envisager les différentes natures que peuvent prendre l'équilibre de notre économie. Plus précisément, il convient alors de distinguer trois cas :

- si $\bar{n} > 1$ (i.e. $A\beta < 1$), cela signifie qu'il n'y a pas assez de capital dans l'économie pour permettre à tout le monde d'être employé, puisque, même lorsque le secteur productif n'est constitué que d'entreprises indépendantes, la demande de travail est insuffisante. Dans ce cas, l'équilibre vérifie :



FIG. 3 – Exemples d'équilibres avec chômage

$$(22) \quad \begin{cases} w = 0 \\ n^* = \hat{n} = F[k - Ak^\beta + (1 - \beta)A^{\frac{1}{1-\beta}}\beta^{\frac{\beta}{1-\beta}}] \in [0,1] \end{cases}$$

- si $\bar{n} < 1$ (i.e. $A\beta > 1$), et que $\hat{n} < \bar{n}$, alors l'équilibre a les mêmes caractéristiques, soient :

$$(23) \quad \begin{cases} w = 0 \\ n^* = \hat{n} = F[k - Ak^\beta + (1 - \beta)A^{\frac{1}{1-\beta}}\beta^{\frac{\beta}{1-\beta}}] \in [0,1] \end{cases}$$

En effet, cette situation correspond à un équilibre où l'entrepreneur indifférent à un bénéfice privé faible, si bien qu'il y a peu d'entrepreneurs qui choisissent de vendre des parts de leur entreprise. En conséquence, la demande de travail reste faible, et l'équilibre voit une partie de la population de travailleurs au chômage.

- Enfin, le dernier équilibre est celui pour lequel il y a plein emploi, et qui correspond à : $\bar{n} < 1$ (i.e. $A\beta > 1$) et $\hat{n} > \bar{n}$. L'arbitrage familial/indépendant est suffisamment attractif vers la création d'entreprises indépendantes pour qu'il y ait excès de demande de travail. Les caractéristiques d'un tel équilibre sont :

$$(24) \quad \begin{cases} n^* = \frac{1-k}{\left(\frac{A\beta}{1+w^*}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} - k} \\ n^* = (1+w^*)k - Ak^\beta + (1-\beta)\frac{A^{\frac{1}{1-\beta}}\beta^{\frac{\beta}{1-\beta}}}{(1+w^*)^{\frac{1}{1-\beta}}} \end{cases}$$

Remarquons que pour ces trois équilibres, les entrepreneurs ne réalisent jamais tous le même arbitrage puisque clairement $n^* \neq 1$ et $n^* \neq 0$.

Dans la suite de l'exposé, nous allons supposer que les paramètres β , A et k sont de telle sorte qu'il n'y a pas de chômage à l'équilibre. On suppose donc que ces paramètres vérifient le système :

$$(25) \quad \begin{cases} k < \left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} \\ A\beta > 1 \\ F(k - Ak^\beta + (1 - \beta)A^{\frac{1}{1-\beta}}\beta^{\frac{\beta}{1-\beta}}) \geq \frac{1-k}{(A\beta)^{\frac{1}{1-\beta}} - k} \end{cases}$$

Ainsi, dans tout ce qui suit, l'équilibre est définie par l'équation 24

6.4 Un équilibre inefficace

Quelques statiques comparatives

Nous allons rapidement passer en revue quelques statiques comparatives du modèle sous les conditions 25, c'est à dire lorsqu'il n'y a pas de chômage à l'équilibre.

En premier lieu, **on constate qu'une augmentation du paramètre de productivité A conduit de manière certaine à une hausse des salaires d'équilibre**¹⁵ : $\frac{\partial w}{\partial A} > 0$. Par contre, l'effet d'équilibre sur le nombre d'entreprises indépendantes est ambigu : la hausse de salaire entraîné par la

15. Pour une démonstration de ce résultat voir annexe D

meilleure productivité diminue les marges des entreprises et rend donc plus intéressante l'entreprise familiale et son bénéfice privé ; parallèlement, l'augmentation de la productivité permet une augmentation du profit, et notamment des gains de l'introduction en bourse, ce qui favorise l'entreprise indépendante.

Par ailleurs, **une hausse du niveau de capital initialement détenu par les entrepreneurs conduit à une diminution certaine du nombre d'entreprises indépendantes** ¹⁶ : $\frac{\partial n}{\partial k} < 0$. Une augmentation du niveau de capital initial k conduit à une augmentation de la demande de travail, et donc à une augmentation des salaires, qui comme on l'a déjà vu, favorise les entreprises familiales dont les bénéficiaires privés ne sont pas atteints par cette hausse du coût du travail. L'effet net sur le salaire d'équilibre n'est par contre pas univoque, dans la mesure où l'augmentation de la part des entreprises familiales induite par l'augmentation de la dotation k conduit, toutes choses égales par ailleurs, à une diminution du salaire, qui vient balancer la hausse vue précédemment.

Propriétés de l'équilibre

Les meilleurs rendements des entreprises familiales

Sous les conditions d'existence d'un équilibre sans chômage, nous retrouvons le fait empirique selon lequel les entreprises familiales ont un meilleur rendement des actifs que les entreprises indépendantes.

En effet, la différence des rendements des actifs des deux types d'entreprise est donnée par :

$$(26) \quad \boxed{ROA_1 - ROA_2 = \frac{A}{k^{1-\beta}} - \frac{1+w}{\beta} > 0}$$

Il convient de s'arrêter sur ce résultat remarquable. Comme nous l'avons constaté empiriquement, le modèle prédit une meilleure rentabilité des actifs des entreprises familiales. Afin de conserver leurs (importants) bénéfices privés, certains entrepreneurs choisissent de conserver un niveau de capital bas (socialement sous-optimal). Comme les technologies de production sont à rendements décroissants, ces entrepreneurs se situent sur une partie de la technologie où les rendements (marginiaux et moyens) sont importants. Ainsi, dans cet univers de rendements décroissants, les meilleurs résultats des entreprises familiales ne sont que le reflet d'un arbitrage bénéfice privé/profit qui conduit les entrepreneurs à être contraint sur leur niveau de capital.

Un équilibre de second rang

Evidemment, l'équilibre de notre modèle n'est qu'un **équilibre de second rang**, puisque co-existent à l'équilibre dans le cadre des conditions 25 des entreprises familiales et des entreprises indépendantes. Or, comme nous l'avons montré dans la section 6.1, l'optimum de premier rang n'est constitué que d'entreprises indépendantes. Ici, l'existence d'un bénéfice privé conduit à une diminution de la production globale, et comme ce bénéfice privé n'est pas monétaire (il est intangible), cette diminution de production n'est pas compensée. Cette inefficacité peut être vue comme la conséquence de l'absence d'un marché des bénéfices privés, qui rend impossible une valorisation monétaire du bénéfice privé.

Ainsi, notre résultat empirique de meilleur rendement des entreprises familiales doit être interprété avec précaution. Comme le montre ce petit modèle, **il ne s'agit pas forcément d'un résultat**

16. Pour une démonstration de ce résultat voir annexe D

d'efficacité : dans un monde de rendements décroissants, ce résultat n'est peut-être que la conséquence d'un faible niveau de capital choisi par certains entrepreneurs qui font l'expérience d'un fort bénéfice privé de contrôle.

6.5 Implémentation de l'optimum de premier rang

Nous allons chercher à déterminer dans cette section si l'optimum de premier rang est implémentable à l'aide d'un mécanisme incitatif (**toujours dans le cadre d'un équilibre sans chômage, i.e. sous les conditions 25**), et plus précisément à l'aide d'un impôt sur le capital. Notre idée est ici assez directe : nous avons vu qu'un faible niveau de capital incite les entrepreneurs à coter leurs entreprise ; une taxe sur le capital des entrepreneurs, reversés de manière forfaitaire aux consommateurs, contribue donc à diminuer le nombre d'entreprises familiales. Néanmoins, nous ne pouvons être sur d'atteindre l'optimum de premier rang par cette méthode (dans la mesure où l'on se contraint à un taux d'imposition inférieur à 100 %) : si certains entrepreneurs jouissent d'un bénéfice privé "trop important", la perte de leur capital productif n'est pas suffisant pour les inciter à renoncer à ce bénéfice privé.

L'instrument incitatif envisagé est un impôt que l'Etat prélève en début de période directement sur le capital des entrepreneurs. Il le reverse ensuite aux consommateurs, si bien que l'effet d'une telle taxe sur le niveau de la production des entrepreneurs indépendants est neutre : la technologie de production Leontieff nous garantit que le niveau total de capital dans ces entreprises ne sera pas affecté par une baisse de la dotation en capital des entrepreneurs, grâce à une augmentation du capital levé sur le marché ($k + K = L_2 = \left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}}$). Ainsi, cet instrument fiscal, s'il permet d'inciter l'intégralité des entrepreneurs à choisir de coter leur entreprise, réalise bien l'équilibre de premier rang.

Existence d'une taxe optimale sur le capital

Pour que l'équilibre soit un optimum de premier rang, le bénéfice privé rendant indifférent l'entrepreneur doit être égale à la borne supérieure de la distribution des bénéfices privés (\bar{B}) : ainsi, aucun entrepreneur ne choisira de conserver son ("faible") bénéfice privé devant le gain d'une introduction en bourse. Ainsi, pour que tous les entrepreneurs souhaitent s'introduire en bourse, il est nécessaire qu'ils possèdent un capital inférieur à k^{max} défini par :

$$B^* = (1+w)k^{max} - A(k^{max})^\beta + (1-\beta)AL_2^{\frac{\beta}{1-\beta}} = \bar{B}$$

Or, à l'optimum de premier rang, $L_2 = 1$, puisque tout le travail est employé par les entreprises indépendantes. Ainsi, k^{max} est défini plus simplement par :

$$(27) \quad (1+w)k^{max} - A(k^{max})^\beta + (1-\beta)A = \bar{B}$$

La discussion porte maintenant sur l'existence d'un tel k^{max} en fonction de la valeur de \bar{B} .

- Si $\bar{B} < (1-\beta)A$, l'équation 27 admet une solution k^{max} unique dans $[0,1]$, et donc vérifiant les conditions 25 d'existence de l'équilibre. L'Etat doit donc dans ce cas mettre en place un impot sur le capital de taux :

$$(28) \quad \tau = \frac{k - k^{max}}{k}$$

- Si $\bar{B} = (1 - \beta)A$, alors l'Etat doit prélever l'intégralité du capital des entrepreneurs afin d'inciter l'entrepreneur jouissant du bénéfice privé maximal à y renoncer. Le premier rang est donc implémenté, dans ce cas marginal, par l'emploi d'une taxation totale du capital.
- Enfin, si $\bar{B} > (1 - \beta)A$, il n'y a pas de niveau de capital positif qui permettrait de rendre indifférent l'individu jouissant du bénéfice privé maximal. On peut imaginer alors un impôt de taux légèrement supérieur à 100 % pour implémenter le first-best. En effet, dès lors que l'Etat prélève l'intégralité du capital des entrepreneurs, et les oblige à un versement monétaire quelconque (aussi petit soit-il), les entrepreneurs ne peuvent choisir de simplement toucher leur bénéfice privé sans rien produire : à la manière d'un créancier, l'Etat peut alors forcer l'entrepreneur à produire du cash, et, lui ayant préalablement retiré tout son capital, il l'oblige ainsi à s'introduire en bourse.

Inefficacité d'une taxe sur les revenus

Dans cette dernière section, nous allons envisager le cas d'une taxation sur les revenus, qui est redistribuée sous forme forfaitaire aux consommateurs. Les entrepreneurs familiaux se voient donc privés d'une fraction τ de leur profit ; les entrepreneurs indépendants doivent quant à eux verser à l'Etat une fraction τ de la part de profit qu'ils touchent ainsi qu'une fraction τ des gains de l'introduction en bourse ; enfin, les consommateurs sont taxés sur les dividendes qu'ils touchent ainsi que sur le capital qu'ils stockent et sur leur salaire.

Comment le modèle est modifié par l'existence d'une telle taxe ? On vérifie facilement que la demande d'action n'est pas modifiée puisque tous les revenus sont taxés identiquement. Ainsi, l'équation 9 reste inchangée après introduction de la taxe sur les revenus.

L'utilité des entrepreneurs qui choisissent de rester familiaux s'écrit désormais :

$$(29) \quad U_1 = (1 - \tau)\pi_1 + B$$

Ainsi, B étant supposé constant, leur choix n'est pas affecté par l'introduction de la taxe, i.e. que l'équation 11 tient toujours.

L'utilité d'un entrepreneur qui décide de faire appel à l'épargne publique s'écrit désormais :

$$(30) \quad U_2 = (1 - \tau)(\pi_2 - K)$$

De même que pour les entrepreneurs choisissant de rester familiaux, le choix des entrepreneurs qui deviennent indépendants n'est pas affecté par l'introduction de la taxe, si bien que l'équation 14 tient toujours.

L'équilibre sur le marché du travail n'est pas affecté par la taxe sur les revenus, et il est donc toujours représenté par l'équation 17. En revanche, le bénéfice privé de l'entrepreneur indifférent entre lever de l'épargne et rester familial est lui modifié, puisque :

$$(31) \quad B^* = F^{-1}(n) = (1 - \tau)(\pi_2 - K - \pi_1)$$

Comme les choix d'investissement des entreprises et les choix d'épargne des consommateurs ne sont pas modifiés par l'introduction de l'impôt sur le revenu, on constate aisément que toute augmentation de cette taxe sur le revenu conduit à une augmentation du nombre d'entreprises familiales.

Ce résultat ne doit pas surprendre. En effet, le bénéfice privé n'étant pas un actif tangible, il n'est pas taxable, si bien qu'il représente finalement pour les entrepreneurs un moyen d'"évasion fiscale" : en quelque sorte, l'impôt sur le revenu augmente l'intérêt du bénéfice privé, qui n'est pas

soumis à l'impôt, et incite donc plus d'entrepreneur à conserver une entreprise familiale. L'impôt sur le revenu est donc ici un impôt inefficace pour le planificateur central, qui choisira de ne pas en lever. L'impôt sur la propriété (sous forme ici d'un impôt sur la dotation en capital des entrepreneurs) est un outil fiscal nettement plus efficace, comme nous l'avons vu précédemment. Ce résultat est tout à fait similaire aux recommandations établies par Rajan et Zingales [2003], qui voient dans le passage d'un impôt sur le revenu à un impôt sur la propriété un moyen de mettre fin aux inefficiences générées par l'existence de bénéfices privés¹⁷.

17. Comme ces auteurs le notent : "The current tax regime subsidizes the survival of incompetent businessmen who get personal value from running their firms. A change from taxes on the income generated by property to a tax on the value of property itself will avoid such inefficiencies."

7 Conclusion

Notre étude semble rendre compte d'une meilleure performance des entreprises familiales françaises par rapport aux groupes indépendants pour la période 1990-2000. Plus précisément, les héritiers apparaissent comme de bons gestionnaires maximisant le rendement des actifs économiques, mais souffrant d'une sous-valorisation boursière liée au risque d'expropriation que représente la présence d'une famille à la tête de l'entreprise. Les entreprises familiales dirigées par des indépendants bénéficient d'un taux d'intérêt sur leur dette plus faible que celui exigé des héritiers, si bien que le rendement de leurs fonds propres peut être similaire à celui des héritiers. Les fondateurs d'entreprise apparaissent évidemment très performants au delà même du simple effet lié à l'âge et la taille de leur société.

Si les résultats empiriques démontrent clairement une meilleure performance des entreprises familiales, nous devons prendre garde à ne pas conclure trop hâtivement en terme d'efficacité. Un petit modèle d'équilibre général nous a permis de démontrer qu'en présence de bénéficiaires privés de contrôle, certains entrepreneurs pouvaient sous-investir (sous-optimalement) et exhiber de forts rendements d'actif grâce à la présence de rendements d'échelle décroissant. Dans une telle situation, le premier rang est alors un équilibre où n'existent que des entreprises indépendantes, aux rendements pourtant inférieurs.

Nous envisageons ensuite différents développements au travail effectué. En premier lieu, un approfondissement du travail empirique semble nécessaire pour rendre encore plus convaincant nos résultats. Deux directions de recherche nous semblent possibles : on peut tout d'abord améliorer la qualité de la base de données utilisée en déterminant le caractère familial des entreprises cotées ayant disparues avant 1999 ; on peut également essayer de construire un instrument fondé sur le nombre d'enfants des dirigeants des entreprises familiales et qui permettrait de prédire de manière exogène le caractère familial d'une entreprise. Au delà de ces aspects empiriques, cette recherche invite à se plonger dans une démarche plus historique, presque "chandlerienne", pour tenter de comprendre comment, à partir de la seconde guerre mondiale, au cours de laquelle ont disparu les plus grandes fortunes du capitalisme français (cf. Piketty [2001]), le capitalisme familial s'est développé, pourquoi et comment il est resté la norme parmi les groupes français cotés, et surtout, comment, au cours du cycle de vie de l'entreprise, la décision de transmission héréditaire de l'entreprise s'est-elle faite et a-t-elle évolué ? Peut-être également cette recherche pourrait-elle être prolongée pour répondre à l'article de La Porta et al. [1998] : en effet, les comparaisons internationales qu'ils effectuent sont malgré tout largement insuffisantes, dans la mesure où ils ne s'intéressent souvent qu'au vingt plus grandes entreprises de chaque pays. Il serait certainement fructueux de sélectionner un petit nombre de pays développés à la structure de capitalisme *à priori* différente, les U.S.A., le Japon et la Suède par exemple, et d'entreprendre un travail similaire à celui effectué dans cet article. La comparaison permettrait alors de savoir si l'explication fondée sur la nature du système juridique présentée par La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer et Vishny est totalement convaincante.

Références

- [1] Allouche J. et Amann B. (1999), “L’entreprise Familiale : un état de l’art”, *Finance, Contrôle, Stratégie*
- [2] Anderson R. et Reeb D. (2003), “Founding family ownership and Firm Performance : Evidence from the S&P 500”, *Forthcoming Journal of Finance*
- [3] Anderson R., Mansib S., Reeb D. (2003), “Founding family ownership and the agency cost of debt”, *Journal of Financial Economics* 68 (2003) pp. 263 285
- [4] Berle A. and Means G.,(1932), “The Modern Corporation and Private Property ”, (*MacMillan, New York, NY*)
- [5] Bertrand M., Metha P. et Mulhainattan S. (2000), “Ferretting Out Tunneling : An Application to Indian Business Groups”, *N.B.E.R. Working Paper* N. 79 52
- [6] Burkart M., Panunzi F., Shleifer A. (2002), “Family Firms”, *N.B.E.R. Working Paper* N. 87 76
- [7] Chandler A. (1990), “Scale and Scope”, *Cambridge MA*
- [8] Chandler A. (1977), “The Visible Hand : The Managerial Revolution in American Business”, *Cambridge MA*
- [9] Dyck A. et Zingales L. (2002) , “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *N.B.E.R. Working Paper* 87-11
- [10] Evans D. (1987) , “Test of alternative Theory of firm Growth”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 95, No. 4. (Aug., 1987), pp. 657-674.
- [11] Faccio M. et Lang L., (2002) , “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Forthcoming Journal Of Financial Economics*
- [12] Fazzari S., Hubbard G. et Petersen, B. (1988) , “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol N.1, pp 141-195
- [13] Holtz-Eakin D., Joulfaian D. et Rosen H. (1993) , “The Carnegie Conjecture : some empirical evidence”, *Quarterly Journal Of Economics*, pp. 413-435
- [14] Jensen M.C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review* 76: 323-339
- [15] Jensen M.C. et Meckling W. (1976), “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Octobre 1976, pp. 305-360
- [16] Johnson B., Magee R., Nagarajan N. and Newman H. (1985) , “An analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths : Implications for management Labor Market”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol N.7, pp. 151-174

- [17] Landes D. (1949) ,“French Entrepreneurship and Industrial Growth in the nineteenth Century”, *Journal of Economic History*, Vol N.9, pp. 45-61
- [18] La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. (1998), “Corporate Ownership Around The World”, *N.B.E.R. Working Paper* , N. 66 25
- [19] La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. (1998), “Law and Finance”, *Journal Of Political Economy*, Vol N.106, pp. 1113-1155.
- [20] Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), “Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol N.20, pp. 293-315
- [21] Morck R., Stangeland D. et Yeung B. (2000), “Inherited wealth, corporate control and economic growth: the Canadian disease?”, *N.B.E.R. Working Paper*, N. 68-11
- [22] Myers S. (1977), “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175
- [23] Perez-Gonzales F. (2001) ,“Does inherited control hurt firm performance?”, *Mimeo*
- [24] Piketty T. (2001) ,“Income Inequality in France, 1901-1998”, *CEPR Discussion Paper* N. 2876
- [25] Quadrini V. et Cooley T. (1999) ,“Financial Markets and Firm Dynamics?”, *N.Y.U. Working Paper* N. 99 14
- [26] Rajan R. et Zingales L. (2003) ,“Saving Capitalism from the Capitalists”, *Crown Business*, N.Y., N.Y.
- [27] Shleifer A. et Summers L. (1988) ,“Breach of Trust in Hostile Takeovers”, *N.B.E.R. Working Paper* N. 23 42
- [28] Shleifer A. et Vishny R. (1989) ,“Management Entrenchement : the Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics* , Vol. 25, pp. 123-40
- [29] Shleifer A. et Vishny R. (1996) ,“A Survey of Corporate Governance”, *N.B.E.R. Working Paper*, N. 55 54
- [30] Stein J. (1989) ,“Efficient Capital Markets, Inefficient Firms : a model of myopic corporate behavior”, *Quarterly Journal Of Economics*, Vol. 104, pp. 655-69

A Exemple d'Informations fournies par le Conseil des Marchés Financiers



Information et Décision
n° 203C0032

[Téléchargez ce document
au format Word](#)

203C0032

6112-FS014

8 janvier 2003

Déclaration de franchissement de seuil (article L. 233-7 du Code de Commerce)

BOIRON

(Second marché)

1

- Par courrier du 31 décembre 2002 reçu le 6 janvier 2003, la société Henri Boiron – SHB (1, rue Tête d'Or – 69006 Lyon) contrôlée au plus haut niveau par le groupe familial Boiron a déclaré que le 28 décembre 2002, par suite de l'attribution d'un droit de vote double à la totalité des actions BOIRON qu'elle détient[1], elle avait individuellement franchi en hausse le seuil de 10% des droits de vote de cette société et détenait à cette date 486 050 actions BOIRON représentant 972 100 droits de vote soit 10,41% du capital (composé de 4 668 000 actions) et 13,45% des 7 226 892 droits de vote existants.

Les membres du groupe familial Boiron qui n'ont quant à eux franchi de concert aucun seuil détiennent la participation suivante dans le capital et les droits de vote de BOIRON :

	actions	% capital	droits de vote	% droits de vote
SHB	486 050	10,41	972 100	13,45
SODEVA[2]	1 362 984	29,20	2 725 968	37,72
Autres membres du groupe familial Boiron à titre direct (personnes physiques)	448 494	9,61	896 888	12,41
Total groupe familial Boiron	2 297 528	49,22	4 594 956	63,58

2- Par ailleurs, la SHB a précisé au titre de sa déclaration d'intention :

« -qu'elle n'avait pas l'intention, lors des douze prochains mois, d'acquérir des titres BOIRON ni de modifier le contrôle de la société BOIRON ».

[1] Attribution de droits de vote double par inscription au nominatif depuis plus de trois années.

[2] Sodeva est détenue majoritairement par M. Christian BOIRON et regroupe les participations des ayants droit de M. Jean BOIRON (Cf. décision CMF 200C1858 du 22 décembre 2000).

B Régression à la Morck des indicateurs de performance ROE, ROA et q de Tobin

TAB. 14 – Régression du différentiel ROE moyen - ROE moyen sectoriel entre 1997 et 2000 selon l'équation 2

ΔROE	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
fondateur	.0921 (.022)***	.089 (.026)***	.061 (.027)**	.074 (.026)***	.075 (.027)***
héritier	.044 (.024)*	.038 (.026)	.048 (.027)*	.053 (.026)**	.052 (.027)**
manager professionnel	.071 (.028)**	.065 (.029)**	.062 (.028)**	.076 (.028)	.077 (.029)***
\overline{taille}	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
\overline{age}	NON	NON	OUI	OUI	OUI
$\overline{leverage}$				-.082 (.048)*	-.084 (.048)*
\overline{act}					-.0005 (.001)
$\frac{\overline{act^2}}{2}$.00002 (.00003)
constante	-.042 (.017)**	-.062 (.041)	.0006 (.047)	-.003 (.049)	-.012 (.061)
R^2	0.052	0.070	0.162	0.183	0.188
N	324	324	320	317	317

Note : l'age et la taille sont discrétisés par décile ; la référence pour ces estimations sont les entreprises indépendantes ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

TAB. 15 – Régression du différentiel ROA moyen - ROA moyen sectoriel entre 1997 et 2000 selon l'équation 2

ΔROA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
fondateur	.0303 (.008)***	.020 (.009)**	.012 (.009)	.023 (.009)***	.021 (.009)**
héritier	.022 (.009)***	.014 (.009)*	.016 (.009)*	.022 (.009)**	.019 (.009)**
manager professionnel	.010 (.010)	.005 (.010)	.005 (.01)	.013 (.009)	.010 (.009)
\overline{taille}	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	OUI	OUI	OUI
$\overline{leverage}$				-.107 (.016)***	()
\overline{act}					.0006 (.0005)
$\frac{\overline{act^2}}{2}$					-.00001 (.00001)
constante	-.012 (.006)**	-.001 (.014)	.016 (.016)	.033 (.016)	.021 (.020)
R^2	0.048	0.090	0.163	0.284	0.287
N	325	325	321	317	317

Note : les régressions sont effectuées entre 1997 et 2000 pour les entreprises qui ne changent pas de variable *fam* sur la période ; l'âge et la taille sont discrétisés par décile ; la référence pour ces estimations sont les entreprises indépendantes ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

TAB. 16 – Régression du différentiel q moyen - q moyen sectoriel entre 1997 et 2000 selon l'équation 2

Δq	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
fondateur	.137 (.056)**	.153 (.065)**	.163 (.070)	.198 (.068)***	.217 (.070)***
héritier	.082 (.062)	.094 (.067)	.108 (.071)	.122 (.069)*	.134 (.0705)*
manager professionnel	.052 (.071)	.065 (.074)	.087 (.074)	.129 (.072)*	.154 (.074)**
\overline{taille}	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	OUI	OUI	OUI
$\overline{leverage}$				-.526 (.125)***	-.539 (.124)***
\overline{act}					-.006 (.005)
$\frac{\overline{act^2}}{2}$.0001 (.00009)*
constante	-.043 (.043)	-.068 (.109)	-.150 (.128)	-.015 (.128)	.069 (.158)
R^2	0.019	0.025	0.063	0.119	0.130
N	321	321	317	315	315

Note : les régressions sont effectuées entre 1997 et 2000 pour les entreprises qui ne changent pas de variable *fam* sur la période ; l'age et la taille sont discrétisés par décile ; la référence pour ces estimations sont les entreprises indépendantes ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

C Régressions des taux de croissance

TAB. 17 – Régression de γ_{ca} selon l'équation 1

γ_{ca}	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
fondateur	.088 (.011)***	.074 (.012)***	.069 (.013)***	.059 (.014)***	.060 (.014)***	.077 (.020)***
héritier	-.01 (.012)	.003 (.012)	-.0002 (.0130)	.018 (.013)	.021 (.013)	.030 (.019)
manager professionnel	.005 (.013)	.007 (.014)	.005 (.015)	.014 (.014)	.015 (.015)	.015 (.020)
année	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
secteur	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
taille	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI
overlineleverage					-.053 (.022)**	-.069 (.031)**
act						-.001 (.001)
$\frac{act^2}{2}$.00001 (.00002)
constante	.09 (.008)***	.059 (.017)***	.070 (.025)***	.123 (.031)***	.147 (.033)***	.045 (.047)
R^2	0.035	0.124	0.126	0.144	0.154	0.187
N	2495	2495	2495	2495	2324	1284

Note : les régressions sont effectuées entre 1990 et 2000 sur l'intégralité de l'échantillon; l'âge et la taille sont discrétisés par décile; la référence pour ces estimations sont les entreprises indépendantes; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

TAB. 18 – Régression du différentiel γ_{ca} moyen - γ_{ca} moyen sectoriel entre 1997 et 2000 selon l'équation 2

$\Delta\gamma_{ca}$	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
fondateur	.111 (.024)***	.133 (.028)***	.107 (.029)***	.110 (.029)***	.118 (.030)***
héritier	.035 (.027)	.041 (.029)	.059 (.029)*	.062 (.029)**	.070 (.030)**
manager professionnel	.023 (.031)	.021 (.031)	.025 (.030)	.030 (.031)	.039 (.032)
\overline{taille}	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	OUI	OUI	OUI
$\overline{leverage}$				-.017 (.053)	-.018 (.053)
\overline{act}					-.002 (.002)
$\frac{\overline{act^2}}{2}$.00004 (.00003)
constante	-.0428 (.019)**	-.149 (.045)***	-.092 (.050)*	-.099 (.054)*	-.047 (.068)
R^2	0.068	0.112	0.189	0.198	0.202
N	325	325	321	317	317

Note : les régressions sont effectuées entre 1997 et 2000 pour les entreprises qui ne changent pas de variable *fam* sur la période ; l'âge et la taille sont discrétisés par décile ; la référence pour ces estimations sont les entreprises indépendantes ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

TAB. 19 – Régression de γ_{eff} selon l'équation 1

γ_{eff}	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
fondateur	.108 (.014)***	.093 (.015)***	.080 (.017)***	.068 (.017)***	.071 (.018)***	.10 (.025)***
héritier	-.001 (.015)	.008 (.015)	-.002 (.016)	.015 (.017)	.015 (.0168)	.024 (.024)
manager professionnel	.005 (.017)	.0003 (.018)	-.0088 (.0183)	.001 ()	.002 (.018)	.010 (.026)
année	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
secteur	NON	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
taille	NON	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	NON	OUI	OUI	OUI
leverage					-.063 (.028)**	-.052 (.039)
act						-.00008 (.001)
$\frac{act^2}{2}$						-7e-06 (.00002)
constante	.069 (.010)***	.035 (.022)	.010 (.032)	.089 (.04)**	.101 (.043)**	.158 (.059)**
R^2	0.034	0.133	0.142	0.157	0.158	0.204
N	2295	2295	2295	2295	2196	1241

Note : les régressions sont effectuées entre 1990 et 2000 sur l'intégralité de l'échantillon; l'âge et la taille sont discrétisés par décile ; la référence pour ces estimations sont les entreprises indépendantes ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

TAB. 20 – Régression du différentiel γ_{eff} moyen - γ_{eff} moyen sectoriel entre 1997 et 2000 selon l'équation 2

$\Delta\gamma_{eff}$	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
fondateur	.153 (.032)***	.132 (.036)	.104 (.038)***	.109 (.038)***	.111 (.039)***
héritier	.044 (.035)	.023 (.038)	.026 (.038)	.031 (.039)	.037 (.040)
manager professionnel	.039 (.040)	.027 (.041)	.027 (.040)	.027 (.040)	.028 (.042)
\overline{taille}	NON	OUI	OUI	OUI	OUI
age	NON	NON	OUI	OUI	OUI
$\overline{leverage}$.072 (.070)	.075 (.070)
\overline{act}					-.0004 (.002)
$\frac{\overline{act^2}}{2}$					-8.18e-06 (.00005)
constante	-.056 (.024)**	-.084 (.059)	.070 (.067)	.020 (.072)	.058 (.090)
R^2	0.075	0.105	0.177	0.185	0.190
N	327	326	322	317	317

Note : les régressions sont effectuées entre 1997 et 2000 pour les entreprises qui ne changent pas de variable *fam* sur la période ; l'age et la taille sont discrétisés par décile ; la référence pour ces estimations sont les entreprises indépendantes ; entre parenthèses figurent les erreurs standards. * indique la significativité à 10%, ** à 5% et *** à 1%

D Démonstration des comparatives statiques

Relation croissante entre w et A

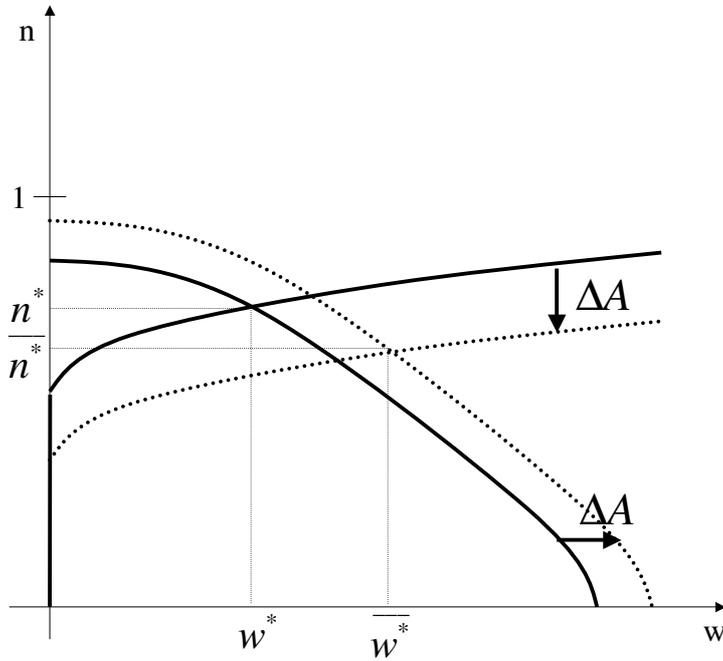


FIG. 4 – Effet d'une hausse de A sur (n^*, w^*)

Rappelons l'expression croissante entre w et n (équation 17) issue de l'équilibre sur le marché du travail :

$$n = \frac{1 - k}{\left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} - k}$$

Cette relation est clairement décroissante en A sous les conditions 25 : une hausse de la productivité entraîne une baisse de la courbe croissante entre w et n .

Par ailleurs, le bénéfice privé de l'entrepreneur indifférent nous donne une relation décroissante entre B^* et w .

$$B^* = F^{-1}(n) = (1+w)k - Ak^\beta + (1-\beta) \frac{A^{\frac{1}{1-\beta}} \beta^{\frac{\beta}{1-\beta}}}{(1+w)^{\frac{\beta}{1-\beta}}}$$

Or, sous les conditions 25 :

$$\frac{\partial B^*}{\partial A} = \left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{\beta}{1-\beta}} - k^\beta > 0$$

Finalemant une hausse de A entraîne une hausse de la courbe croissante entre n et w . Ainsi, au final, comme le montre le graphique D, une hausse de A entraîne une hausse du salaire d'équilibre et a des effets ambigus sur la part d'entreprise familiale à l'équilibre.

Relation décroissante entre n et k

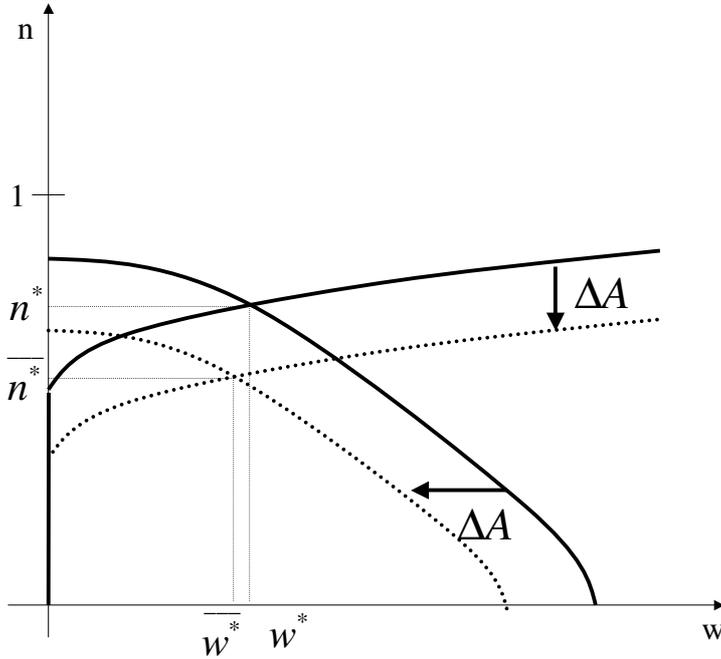


FIG. 5 – Effet d'une hausse de k sur (n^*, w^*)

Partant de l'expression croissante entre n et w : $n = \frac{1-k}{\left(\frac{A\beta}{1+w}\right)^{\frac{1}{1-\beta}} - k}$, on dérive par rapport à k.

$$(32) \quad \frac{\partial n}{\partial k} = \frac{1 - L_2}{(L_2 - k)^2} < 0$$

Ainsi, une hausse de k entraîne une baisse de la courbe croissante entre n et w.

Maintenant, on peut également dériver l'expression décroissante entre n et w en k. Sous les conditions d'existence de l'équilibre 25, on a alors :

$$(33) \quad \frac{\partial B^*}{\partial k} = 1 + w - \beta A k^{\beta-1} < 0$$

Ainsi, une hausse de k entraîne également une baisse de la courbe décroissante entre n et w.

Finalement, comme le montre le graphe D, une hausse de la dotation en capital des entrepreneurs k entraîne une baisse de la proportion d'entreprises indépendantes, et l'effet sur le salaire d'équilibre d'une telle hausse est ambiguë.