

MOULDI DJELASSI

**Structures de propriété, relation d'agence et performance
des firmes françaises cotées en bourse**

Journal de la société statistique de Paris, tome 137, n° 3 (1996),
p. 51-77

<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1996__137_3_51_0>

© Société de statistique de Paris, 1996, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

II

ARTICLES

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ RELATION D'AGENCE ET PERFORMANCE DES FIRMES FRANÇAISES COTÉES EN BOURSE

Mouldi DJELASSI¹

Institut Orléanais de Finance – IOF
Université d'Orléans

Notre étude entre dans le cadre de la vérification des coûts d'agence au sein des sociétés françaises. Elle permet de mieux cerner l'incidence de la structure organisationnelle et de la concentration du capital sur les performances économique et financière des firmes. Nous allons dans un premier temps examiner la problématique, la méthodologie et les variables utilisées. On présentera ensuite les principaux résultats de cette étude.

1. Problématique de l'étude, méthodologie et variables utilisées

1.1 *La problématique*

Notre but est double. Il s'agit de vérifier l'incidence de la relation d'agence entre dirigeants et actionnaires sur la performance des firmes. Plus précisément, on cherche à tester s'il existe un lien entre la gestion organisationnelle de la relation d'agence actionnaires / dirigeants et la performance. Nous voulons aussi voir si le pourcentage du capital (ou la structure de propriété) détenu par l'actionnaire principal a une incidence sur la performance. Dans le cadre de la théorie de l'agence, la **séparation entre propriété et décision** est une variable qui reflète bien l'existence d'une relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. FAMA et JENSEN (1987) considèrent que dans les sociétés managériales où aucun dirigeant ne détient une part significative du capital, il y a dissociation quasi complète entre les fonctions de propriété et de décision. L'entreprise est alors dirigée à partir d'une relation d'agence entre actionnaires et dirigeant, ce dernier devenant l'agent des actionnaires. Des

1. Je remercie très sincèrement le Professeur Jean-Paul POLLIN pour son soutien et ses encouragements.

problèmes mesurés par des coûts d'agence apparaissent suite à cette séparation des fonctions. D'autres organes de contrôle doivent être mis en place afin de gérer cette relation d'agence.

L'analyse de FAMA et JENSEN considère une autre forme organisationnelle où il n'y a pas de séparation entre propriété et décision. Ce sont les mêmes agents qui possèdent et qui décident. Dans ce cas la forme organisationnelle permet d'atténuer les problèmes d'agence. Lorsqu'on analyse les sociétés françaises cotées en bourse, cette distinction paraît incomplète. On retrouve, certes, l'opposition entre sociétés managériales et sociétés familiales mais aussi un troisième groupe de sociétés qui ne semble pas être pris en compte dans le modèle de FAMA et JENSEN. Il s'agit des entreprises dont le capital est détenu, pour une part importante par une autre société. Comme l'ont fait remarquer CHARREAUX et PITOL-BELIN (1985) et MOURGUES (1987), dans ce type de sociétés (dites aussi sociétés contrôlées), il y a au sens strict, séparation entre la propriété et la direction : les dirigeants mandatés par l'actionnaire ne détiennent pas le capital de la société. La relation d'agence actionnaire - dirigeant qui caractérise ce troisième groupe permet de le rapprocher des sociétés managériales. Inversement, au sens large, compte tenu de l'influence active que peut exercer la société actionnaire sur les dirigeants nommés, la séparation propriété - décision est beaucoup moins prononcée. On peut alors dans ce cas rapprocher les entreprises contrôlées des entreprises familiales. Cette typologie sera utilisée pour étudier l'incidence de la relation d'agence actionnaires / dirigeants sur la performance des firmes.

L'autre variable qui permet de rendre compte de la séparation entre propriété et décision est le **pourcentage du capital détenu par les actionnaires principaux**. Il est considéré comme un indicateur fiable de diffusion du capital (DEMSETZ et LEHN 1985). Dans les firmes où le capital est fortement éparpillé entre un grand nombre d'actionnaires, ces derniers ne peuvent pas assumer la fonction de décision, et la délègue à un ou plusieurs dirigeants. Il y a alors séparation entre propriété et décision. Lorsque la propriété est suffisamment centrée dans les mains d'un nombre restreint d'actionnaires, ces derniers ont une incitation à exercer un suivi régulier de la direction de l'entreprise ou à prendre directement en charge la gestion de la firme. Il n'y a pas une séparation des fonctions.

L'identité des actionnaires principaux joue aussi un rôle important dans l'efficacité de la concentration du capital comme mode de gestion des problèmes d'agence. Les individus (ou les familles), les entreprises non financières et les institutions financières n'ont pas la même "technologie" de monitoring, ni les mêmes motivations ou incitations à surveiller les dirigeants, ni les mêmes objectifs lorsqu'ils détiennent une fraction concentrée du capital.

L'analyse que nous proposons s'appuie principalement sur ces deux variables, le coefficient de diffusion du capital et l'identité de l'actionnaire principal. Elle se déroule en deux étapes. La première étape consiste à évaluer l'incidence du pourcentage du capital détenu par l'actionnaire principal sur la performance, en supposant l'existence d'une relation linéaire entre les deux variables (test du type DEMSETZ et LEHN). La seconde étape consiste à lever l'hypothèse

de linéarité et considérer une forme particulière de lien entre performance et concentration, proposée par MORCK, SHLEIFER et VISHNY (1988). Concernant l'identité de l'actionnaire principal, l'analyse de la structure de propriété des firmes françaises fait apparaître dans la grande majorité des cas deux types d'actionnaires : les familles et les entreprises. C'est cette typologie qui sera utilisée pour étudier l'influence de l'identité de l'actionnaire principal sur la performance.

Les deux analyses fondées d'une part sur la typologie : sociétés familiales, sociétés contrôlées et sociétés managériales, et d'autre part sur la diffusion du capital ne sont pertinentes que si elles tiennent compte des autres variables qui jouent un rôle dans la gestion de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants tel que l'endettement, le marché des biens et services et des variables considérées comme les principaux déterminants de la performance : la taille, l'âge des actifs, le risque etc. Plusieurs catégories de modèles sont utilisés à cette fin.

1.2 Mesure des variables

• *type de propriété*

La variable "type de propriété" est une variable muette, correspondant aux trois groupes de firmes choisis : familiales, contrôlées par une autre entreprise et managériales. Le regroupement des entreprises dans l'un des trois groupes a été réalisé en considérant le pourcentage du capital détenu par le ou les deux principaux actionnaires. Le premier groupe, entreprises familiales (variable FAM) est composé des sociétés dont au moins 20 % du capital se trouvent détenus par une personne physique, qui est dans la plupart des cas le dirigeant de la firme ou la famille fondatrice dont un de ses membres est le dirigeant de la firme. MOURGUES (1987) considère que ce pourcentage représente un niveau suffisant pour le dirigeant actionnaire qui se trouve fortement impliqué par le résultat de l'entreprise en tant que bénéficiaire de ce dernier. Le deuxième groupe est formé des entreprises dont aucun actionnaire ne détient plus de 10 % du capital (variable MAN). Le dernier groupe est constitué des entreprises dont une autre société contrôle au moins 20 % du capital (variable ENT). L'autre mesure de structure de capital retenue est le pourcentage du capital détenu par l'actionnaire principal (variable C). C'est la part du capital détenue par le principal actionnaire de la firme. Lorsqu'il s'agit de personnes physiques qui portent le même nom, nous avons calculé la somme de leurs parts.

• *La performance de la firme*

Nous avons retenu des indicateurs de marché et des indicateurs comptables afin de prendre en compte l'évolution de la richesse des actionnaires de la firme.

Les indicateurs comptables reposent sur des données consolidées, seules susceptibles de rendre compte de la situation économique et financière des grandes entreprises. Ces données constituent une source d'information privilégiée pour

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

les actionnaires et les dirigeants qui participent directement à la gestion de la firme dans leurs décisions. Elles permettent aussi d'évaluer l'efficacité de gestion de la firme, c'est-à-dire l'impact de la structure organisationnelle sur la performance. Nous avons ainsi retenu deux ratios :

- le ratio résultat d'exploitation sur chiffres d'affaires (REC),
- le ratio résultat d'exploitation sur actif économique (REAE)².

Ces deux indicateurs permettent de mesurer la rentabilité d'exploitation de l'entreprise ainsi que la rentabilité des actifs investis (rentabilité économique).

Une seconde approche pour évaluer la performance de la firme consiste à retenir des indicateurs financiers. Ils permettent de se rendre compte du rôle incitatif à la performance que peut exercer les actionnaires sur les dirigeants. Nous avons ainsi retenu trois ratios :

- la rentabilité boursière des actions $R_{i,t}$ (pour une entreprise i et une année t) est calculée de la façon suivante :

$$R_{i,t} = ((P_{i,t} + D_{i,t})/P_{i,t-1}) - 1$$

avec $P_{i,t}$ et $P_{i,t-1}$ les cours des actions au 31/12 des années t et $t-1$, et $D_{i,t}$ les dividendes versés au cours de l'année t .

- l'excédent de rentabilité boursière des actions par rapport à la rentabilité du marché (Excess) permet de distinguer dans la rentabilité boursière de ce qui provient du marché financier et des conditions économiques générales de ce qui résulte de la performance propre à l'entreprise.

$$\text{Excess} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

avec $R_{m,t}$ la rentabilité du marché à l'année t .

- la mesure de Sharpe (Shp) permet de tenir compte du risque total mesuré par l'écart type de la rentabilité boursière des actions.

$$\text{Shp} = (R_{i,t} - R_{Ft})/ET_i$$

avec R_{Ft} le taux sans risque estimé par le taux sur les obligations d'Etat de l'année t et ET_i l'écart type de la rentabilité des actions de la société i et réalisée au cours de l'année t .

En plus de ces mesures de performance qui introduisent des taux de rentabilité, on a utilisé deux autres indicateurs représentatifs de la richesse globale de la firme et des actionnaires. En théorie financière, il y a deux approches différentes de la performance de la firme. La première apprécie la performance

2. L'actif économique est la somme des valeurs immobilisées, besoins de fonds de roulement, valeurs mobilières de placement, et disponible. Ce montant est équivalent à la somme des capitaux propres, des provisions et des dettes financières.

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

selon le point de vue des actionnaires. Les décisions prises par les dirigeants doivent aller dans le sens de maximisation de la richesse des actionnaires mesurée par la valeur boursière des actions. La seconde considère que les dirigeants doivent agir dans l'intérêt de tous les partenaires de la firme – actionnaires, dirigeants, fournisseurs, salariés, créanciers, etc. – en maximisant la valeur globale de la firme. Lorsque la structure de propriété est dominée par les actionnaires, on peut s'attendre à une prédominance de l'objectif de maximisation de la valeur des actions qui peut se faire au détriment des créanciers, c'est-à-dire à l'encontre de l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme. Inversement, si la structure de propriété est faite de telle façon que les dirigeants échappent au contrôle strict des actionnaires, c'est l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme qui devrait primer. Nous avons ainsi retenu deux ratios :

le ratio capitalisation boursière sur valeur comptable des capitaux propres (ratio de Marris noté –VAL–)

et le ratio valeur de marché de la firme sur la valeur comptable des actifs (noté VALF)³

$$\boxed{VAL_{i,t} = CB_{i,t}/CP_{i,t}} \text{ et } \boxed{VALF_{i,t} = (CB_{i,t} + DF_{i,t})/ACTIF_{i,t}}$$

avec $CB_{i,t}$ la capitalisation boursière, $CP_{i,t}$ les capitaux propres exprimés à leur valeur comptable, $DF_{i,t}$ les dettes financières et $ACTIF_{i,t}$ l'actif économique de la firme i et réalisé au cours de l'année t .

• Les variables de contrôle

Les variables de contrôle introduites dans les équations 1 et 2 sont : les opportunités de croissance, le ratio d'endettement, la taille de la firme, l'âge des actifs, les risques économiques et boursiers et l'appartenance sectorielle de l'entreprise. La croissance est mesurée par le taux annuel moyen de croissance du chiffre d'affaires –TCA–. Le ratio d'endettement est mesuré par le rapport dettes financières sur fonds propres, –DFFP–, et dettes financières sur capitalisation boursière –DFKB–. La taille est mesurée par le logarithme de l'actif économique LAE. Le risque économique est mesuré par l'écart type de la rentabilité économique ETREAE. Le risque boursier est mesuré par l'écart type de la rentabilité des actions –ET– et le coefficient bêta. L'âge des actifs ou leur degré de vieillissement est mesuré par le ratio : amortissements sur actifs immobilisés/actifs immobilisés bruts –AMIM–. L'appartenance sectorielle est mesurée par une variable muette selon une décomposition en sept secteurs. La classification sectorielle utilisée est celle de la compagnie des agents de change (variable Secteur).

3. Ce ratio est une approximation du Q de Tobin. Les coûts de remplacement des actifs sont approximatés dans plusieurs études par la valeur comptable des actifs, une méthode que nous avons retenue. Concernant la valeur de la firme, elle est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière) et de la valeur de marché des créances financières.

2. Les résultats empiriques de l'analyse fondée sur la typologie : entreprises familiales, managériales et contrôlées par d'autres entreprises

2.1 Analyse de la variance des différents indicateurs de performance

- La comparaison des différentes moyennes correspondant aux différents groupes d'entreprises s'est fait par la technique d'analyse de variance. L'hypothèse qui est testée est celle de l'équivalence des différentes structures de propriété, c'est à dire de l'absence d'influence des coûts d'agence sur la performance. Concernant le **tableau 1** –définition extensive des groupes– l'hypothèse nulle est (H_0) : $m_1 = m_2 = m_3$. Pour le **tableau 2** –définition restrictive des groupes – H_0 est : $m_3 = m_4$.

L'examen des résultats des tableaux 1 et 2 fait apparaître une différence significative entre les groupes de firmes. L'hypothèse H_0 est rejetée dans la plupart des indicateurs de performance. Les moyennes sont plus particulièrement différentes dans le cas des indicateurs comptables. Les firmes familiales obtiennent des taux moyens de rentabilité d'exploitation de 3 à 6 points supérieurs, et cela aussi bien par rapport à chacun des deux groupes de sociétés managériales et contrôlées (**tableau 1**) qu'à l'ensemble de ces deux derniers groupes (**tableau 2**). L'écart de performance entre les entreprises familiales et celles des autres groupes tend à être plus élevé lorsqu'on considère le Q de Tobin : la différence est de plus de 20 points. En revanche, les mesures "fonds propres" ne révèlent aucune différence significative entre les groupes de firmes, à l'exception du ratio de Marris qui fait apparaître une différence significative au seuil de 10 %.

TABLEAU 1
valeur moyenne des différents indicateurs de performance

Variables	ECH	MAN	ENTPS	FAM	F stat
moyenne	m	m1	m2	m3	
REC	7,38%	6,47%	6,21%	9,25%	7,37a
REAE	13,39%	10,84%	11,56%	16,77%	7,7a
ValF	74,86%	66,00%	66,60%	88,90%	5,17a
Val	161,11%	169,00%	141,30%	183,60%	1,45c
R	13,48%	15,10%	12,40%	14,00%	0,15
Excess	6,31%	6,70%	6,08%	6,40%	0,004
Shp	5,76%	8,00%	-1,05%	-0,65%	0,53
Nombre	159	24	76	59	

a : significatif au seuil de 1 % ; b : au seuil de 5 % ; c : au seuil de 10%.

TABLEAU 2**valeur moyenne des différents indicateurs de performance****(les entreprises managériales et contrôlées sont groupées ensemble)**

Variables	FAM	Man+Entp	F stat
moyenne	m3	m4	
REC	9,25%	6,27%	15,59 a
REAE	16,77%	11,39%	15,35 a
ValF	88,90%	66,54%	10,40 a
Val	183,60%	147,81%	2,24c
R	14,00%	13,09%	0,07
Excess	6,40%	6,23%	0,02
Shp	-0,65%	3,06%	0,072
Nombre	59	100	

a : significatif au seuil de 1 % ; **b** : au seuil de 5 % ; **c** : au seuil de 10%.

mi : moyenne d'un indicateur de performance quelconque concernant le groupe *i* (*i* = 1, 2, 3, 4)

REC : résultat d'exploitation sur chiffre d'affaires ;

REAE : résultat d'exploitation sur actif économique ;

ValF : valeur de marché de la firme sur valeur comptable des actifs ;

Val : capitalisation boursière sur valeur comptable des capitaux propres ;

R : rentabilité boursière des actions ;

Excess : excédent de rentabilité boursière des actions ;

Shp : mesure de Sharpe.

Ech : total de l'échantillon ; **Fam** : entreprises sous contrôle familial ;

Man : entreprises sous contrôle managériales ;

Entp : entreprises sous le contrôle d'autres entreprises.

En conclusion, le résultat de l'analyse de la variance montre que les entreprises familiales, entreprises avec contrôle interne, sont plus rentables dans leurs activités d'exploitation. Néanmoins, cette conclusion ne peut pas être définitive parce que pour tester l'influence propre à la structure de propriété, il faut pouvoir neutraliser l'incidence des autres facteurs sur la performance. La méthode de la régression multiple permet de surmonter ces limites de l'analyse de la variance.

2.2. Les résultats des régressions

Les résultats des différentes régressions sont consignés dans le **Tableau 3**.

Dans le **Panel A**, on trouve les modèles ayant comme variable expliquée les indicateurs économiques.

Dans le **Panel B**, figurent les résultats des modèles ayant comme variable expliquée les indicateurs boursiers. On notera, d'abord, que près de 20 à 30 % de rentabilité économique et 20 à 40 % de rentabilité boursière sont expliquées par des variables qui peuvent être considérées, plus au moins, sous le contrôle des actionnaires. Les valeurs de *F* varient selon la nature de la régression utilisée et elles sont toutes significatives.

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

TABLEAU 3

Performance = constante + variable muette "type de propriété" + autres variables de contrôle.

FAM : variable muette égale à 1 pour les entreprises familiales et 0 pour les autres entreprises.

- Les *t* statistiques sont entre parenthèses.

- *a* significatif au seuil de 1 % ; *b* au seuil de 5 % ; *c* au seuil de 10 %.

Panel A

(1) La variable dépendante est le taux de rentabilité économique (REAE)

Secteur	Cte	FAM	TCA	LAE	AMIM	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,186 (2,84) <i>a</i>	0,037 (2,70) <i>a</i>	0,114 (2,40) <i>b</i>	-0,004 (-1,19)	0,027 (0,59)	-0,029 (-3,64) <i>a</i>		20,06	7,68
non	0,158 (2,58) <i>b</i>	0,043 (3,34) <i>a</i>	0,159 (3,53) <i>a</i>	-0,002 (-0,58)	0,005 (0,12)		-0,031 (-5,96) <i>a</i>	29,49	12,8
oui	0,208 (2,06) <i>b</i>	0,045 (3,40) <i>a</i>	0,151 (3,23) <i>a</i>	-0,0008 (-0,22)	0,015 (0,33)		-0,03 (-5,8) <i>a</i>	31,4	5,53

(2) La variable dépendante est le taux de rentabilité d'exploitation (REC)

Secteur	Cte	FAM	TCA	LAE	AMIM	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,003 (0,01)	0,026 (3,66) <i>a</i>	0,088 (3,57) <i>a</i>	0,004 (2,29) <i>b</i>	0,007 (0,29)	-0,016 (-3,90) <i>a</i>		28,01	11,90
non	0,01 (-0,32)	0,029 (3,90) <i>a</i>	0,102 (4,00) <i>a</i>	0,005 (2,45) <i>b</i>	-0,003 (-0,15)		-0,007 (-2,59) <i>b</i>	24,18	9,76
oui	0,05 (1,003)	0,029 (3,83) <i>a</i>	0,11 (4,14) <i>a</i>	0,005 (2,54) <i>b</i>	-0,008 (-0,33)		-0,007 (-2,54) <i>b</i>	26,73	4,41

(3) (La variable dépendante est le ratio Q de Tobin (Valf)

Secteur	Cte	FAM	TCA	LAE	AMIM	ETREAE	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,65 (1,92) <i>c</i>	0,13 (1,99) <i>b</i>	0,52 (2,25) <i>b</i>	-0,0003 (-0,019)	-0,37 (-1,61)	3,21 (4,72) <i>a</i>	-0,047		24,31	8,09
non	0,60 (1,89) <i>c</i>	0,15 (2,40) <i>b</i>	0,67 (3,09) <i>a</i>	0,009 (0,52)	-0,42 (-1,97) <i>c</i>	3,087 (4,86) <i>a</i>		-0,12 (-4,86) <i>a</i>	33,77	12,91
non	0,36 (0,73)	0,13 (2,14) <i>b</i>	0,73 (3,36) <i>a</i>	0,021 (1,16)	-0,307 (-1,35)	3,36 (5,27) <i>a</i>		-0,12 (-4,81) <i>a</i>	39,53	7,24

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

Panel B

(4) La variable dépendante est le ratio de Marris (Val)

Secteur	Cte	FAM	TCA	LAE	AMIM	ET	Bêta	DFKB	R2	F
non	1,77 (1,55)	0,25 (1,05)	2,29 (2,80)a	0,02 (0,35)	-1,28 (-1,61)	0,19 (0,44)	0,049 (0,27)	-0,45 (-4,57)a	19,11	5,09
oui	2,45 (1,33)	0,21 (0,88)	2,35 (2,78)a	0,03 (0,42)	-1,47 (-1,69)c	0,15 (0,33)	0,068 (0,37)	-0,43 (-4,31)a	21,2	2,74

Dans le cas du ratio de Marris, on n'a pa tenu compte de la valeur comptable de la dette parce que le *F* statistique n'était pas significatif.

(5) La variable dépendante est le taux de rentabilité boursière des actions (R)

Secteur	Cte	FAM	TCA	LAE	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,26 (-1,82)c	-0,01 (-0,27)	0,42 (3,58)a	0,019 (1,93)c	0,16 (2,53)b	0,046 (1,708)c	-0,045 (-2,15)b		24,25	8,11
non	-0,31 (02,08)b	-0,005 (-0,15)	0,45 (3,73)a	0,019 (1,89)c	0,15 (2,20)b	0,056 (2,031)b		-0,008 (-0,54)	22,09	7,18
oui	-0,28 (-1,11)	0,005 (-0,15)	0,46 (3,60)a	0,018 (1,72)c	0,14 (2,13)b	0,054 (1,88)c		-0,007 (-0,48)	23,18	3,34

(6) La variable dépendante est l'excédent de rentabilité boursière (Excess)

Secteur	Cte	FAM	TCA	LAE	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,66 (-4,204)a	-0,003 (-0,092)	0,46 (3,63)a	0,034 (3,23)a	0,57 (8,01)a	-0,005 (-0,195)	-0,089 (-3,94)a		46,66	22,16
non	-0,77 (-4,73)a	-0,008 (-0,21)	0,55 (4,11)a	0,037 (3,35)a	0,56 (7,49)a	0,004 (0,14)		-0,036 (-2,204)b	43,03	19,13
oui	-0,78 (-1,11)	0,011 (-0,26)	0,54 (3,81)a	0,036 (3,15)a	0,55 (7,24)a	0,0004 (0,014)a		-0,036 (-2,11)b	43,83	8,64

(7) La variable dépendante est la mesure de Sharpe (Shp)

Secteur	Cte	FAM	TCA	LAE	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,902 (-2,29)b	-0,009 (-0,092)b	2,04 (6,102)a	0,058 (2,17)b	-0,098 (-1,705)c		25,84	13,41
non	0,94 (-2,48)b	-0,008 (-0,087)a	1,94 (5,906)a	0,046 (1,75)c		0,12 (3,13)a	28,98	15,71
oui	0,77 (-1,15)	-0,004 (-0,04)	1,92 (5,55)a	-0,048 (1,75)c		0,12 (3,16)a	30,4	5,79

*** Commentaires sur les résultats du Panel A**

Quel que soit l'indicateur de performance, on remarque que les entreprises avec contrôle interne, dirigées par leur principal actionnaire, sont plus performantes que les entreprises organisées selon une relation d'agence entre actionnaires et dirigeants (les entreprises contrôlées par une autre entreprise et les entreprises managériales). Tous les coefficients représentatifs du lien entre le type de propriété et la performance sont positifs et statistiquement significatifs. Ainsi, les entreprises contrôlées par leurs dirigeants ont, toutes choses égales par ailleurs, un taux de rentabilité économique ou d'exploitation supérieur de 3 à 4.5 % aux autres types d'entreprises. Parmi les mesures de performance économique, le Q de Tobin (variable ValF) fait apparaître une différence importante et significative entre les entreprises contrôlées par leurs dirigeants et les entreprises organisées selon une relation d'agence actionnaires / dirigeants. Cette différence de performance varie entre 14 et 15.5 % au profit des firmes sous contrôle interne. Nos résultats sont donc conformes à nos hypothèses et aux résultats empiriques d'autres études sur des données françaises (MOURGUES 1987a et CHARREAUX 1991). Par exemple, Mourgues a montré sur un échantillon de 199 entreprises cotées, ayant de nombreuses similitudes avec le nôtre, que les entreprises à capital plutôt fermé, dirigées par leur principal actionnaire et dont la fonction de contrôle est internalisée, présentent une rentabilité économique de 3,5 % à 4 % de plus par rapport aux entreprises managériales et contrôlées.

*** Commentaires sur les résultats du Panel B**

Les résultats du Panel B révèlent qu'il n'existe pas de lien statistiquement significatif entre les variables boursières et le type de propriété. Il existe, certes, une relation positive entre l'indice de Marris (variable val) et la variable "type de propriété" mais, elle n'est pas significative. Pour les autres indicateurs, le coefficient tend vers zéro et n'est pas significatif. Cette conclusion sur l'absence de lien entre performance boursière et formes organisationnelles, non conforme à nos hypothèses, a été obtenue par CHARREAUX (1991) sur un échantillon de 87 entreprises cotées.

*** Discussion et synthèse**

A partir des résultats des deux Panels A et B on peut conclure que :

- si l'on retient les indicateurs économiques, c'est à dire l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme, la performance économique des firmes familiales apparaît supérieure. Ce résultat corrobore l'existence des coûts d'agence liés à la séparation propriété – décision. La convergence des intérêts au sein des firmes familiales est à l'origine de la supériorité de leur performance.
- Inversement, si on retient les indicateurs boursiers représentatifs du point de vue des actionnaires, la structure de propriété apparaît neutre et sans

incidence sur la performance. Par rapport aux indicateurs comptables, la croissance du chiffre d'affaires et le ratio des dettes financières ont une influence considérable sur les indicateurs boursiers. Il se peut alors que les marchés financiers donnent plus d'importance à la croissance de la firme et sa structure financière qu'à sa structure de propriété. Néanmoins ces résultats n'impliquent pas que la bourse française ne tient pas compte de la répartition du capital des entreprises. MOURGUES (1987b) a montré que le coefficient de capitalisation des résultats (Price Earnings Ratio-PER-) est influencé par la structure de répartition du capital à travers la liaison qui existe entre ce dernier et les variables taille, endettement et distribution de dividendes. Les entreprises avec un contrôle interne ont un PER faible en raison de leur taille réduite et d'un taux de distribution de dividendes plus faible, par rapport aux entreprises managériales. Ces dernières ont le PER le plus important parce qu'elles sont les plus grandes, les moins endettées et ayant le taux de distribution des dividendes le plus élevé. Les entreprises contrôlées ont un PER relativement faible car elles sont les plus endettées et ayant un taux de distribution des dividendes assez faible.

Si ces résultats ne permettent pas pour le moment de trancher entre les thèses de neutralité et de non neutralité de la structure de propriété, ils ont le mérite de vérifier et de montrer l'existence de coûts d'agence liés à la relation actionnaires/dirigeants, des coûts qui favorisent les organisations de type fermé comme les entreprises familiales.

- Les autres résultats du modèle appellent quelques commentaires.

1. L'endettement (mesure comptable ou boursière) a un impact négatif sur la performance. Par exemple une hausse de 1 % du ratio dettes financières/capitaux propres fait réduire, toutes choses égales par ailleurs, le Q de Tobin de 4.73 %. La baisse de cet indicateur est d'autant plus significative (- 12.4 %), si on se réfère à la valeur de marché de la dette. Les autres indicateurs comptables, rentabilité d'exploitation et rentabilité économique montrent, mais à un degré moindre, l'influence négative et significative de l'endettement sur la performance. Ces résultats corroborent l'hypothèse de MYERS (1977) selon laquelle le recours à l'endettement entraîne une politique d'investissement sous-optimale et donc une moins bonne performance économique. L'effet de l'endettement est ambigu lorsqu'on analyse les indicateurs de performance sur les fonds propres. L'endettement exprimé en valeur comptable exerce un effet négatif sur la rentabilité des actions, l'excédent de rentabilité et la mesure de SHARPE, mais n'a pas d'effet significatif sur le ratio de MARRIS. Lorsqu'on mesure la dette à la valeur de marché, on constate qu'elle exerce un effet négatif et significatif sur le ratio de MARRIS et l'excédent de rentabilité. Son influence sur la rentabilité des actions reste négative mais n'est pas significative. Si l'on tient compte de ces résultats, on peut suggérer que l'endettement se fait au détriment des actionnaires puisqu'il réduit leur richesse. Néanmoins, ce résultat est remis en cause quand on considère la mesure de Sharpe. L'endettement exprimé à la valeurs de marché a une influence positive et significative (au seuil de 1 %) sur la richesse des actionnaires représentée par cette mesure, ce qui corrobore certaines hypothèses de

la théorie des signaux et de free cash flow⁴. Il apparaît alors que l'accroissement de la dette est interprété par le marché comme un signal sur la qualité des projets d'investissement. L'endettement permet aussi de réduire les liquidités excédentaires que les dirigeants peuvent utiliser pour entreprendre des projets non rentables pour les actionnaires. En conclusion, l'endettement semble exercer un effet négatif sur la valeur globale de la firme mais un effet ambigu sur la richesse des actionnaires.

2. Le taux de croissance du chiffre d'affaires exerce une influence positive et significative sur tous les indicateurs de performance proposés dans cette étude. Les variables les plus dépendantes de la croissance du chiffre d'affaires sont le Q de Tobin et tous les indicateurs boursiers. On peut expliquer ce résultat par l'effet incitatif qu'exercent les marchés des biens et services sur les dirigeants des firmes. D'après CHARREAUX (1991), une forte croissance du chiffre d'affaires peut permettre de mettre en place plus facilement un système de motivation fondé sur la promotion, lequel peut conduire à améliorer la performance.

3. Le coefficient de la variable sectorielle n'est pas significatif et son introduction dans la régression fait réduire fortement sa significativité. Ce résultat doit être considéré avec prudence et ne signifie pas forcément qu'il n'y ait aucune influence de l'appartenance sectorielle de l'entreprise sur sa rentabilité. La classification sectorielle n'est pas toujours pertinente à cause des différents critères de répartition et la multiplicité des activités exercées par une seule entreprise (nature des actifs, incertitude de l'environnement,...). Des erreurs dans la répartition des sociétés risquent de réduire la significativité du variable sectorielle dans l'explication de la performance.

*** Résultats supplémentaires**

Avant de conclure ce paragraphe, il est important de souligner quelques résultats supplémentaires à propos du lien entre type de propriété et performance. On a procédé à des régressions, en considérant comme type de propriété, l'ensemble des entreprises familiales et des entreprises contrôlées par une autre entreprise -variable, INTERNE-. Le but de ce travail est de tenir compte de la définition large de la séparation propriété/décision. Les résultats de la plupart des régressions révèlent que la structure de propriété (au sens

4. La théorie de free cash flow a été développée dans un premier temps par JENSEN (1986). Selon cette théorie, les liquidités excédentaires qui restent à la disposition des dirigeants après qu'ils ont entrepris tous les projets rentables, les incitent à entreprendre des investissements qui peuvent avoir des effets négatifs pour la firme. Par exemple, les dirigeants des sociétés pétrolières américaines ont entrepris pendant les années d'euphorie des acquisitions d'autres firmes leur permettant de conforter leur pouvoir. Néanmoins ces projets ne sont pas indispensables pour certaines firmes parce qu'elles ont atteint leur taille optimale. Au milieu des années 80, ces firmes ont subi la chute des prix du pétrole et ont été des cibles potentiels à des offres publiques d'achat.

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

large) n'a pas d'incidence sur la performance. Les coefficients sont positifs mais ne sont pas statistiquement significatifs. Le seul indicateur de performance où on a trouvé un lien significatif est le ratio résultat d'exploitation sur chiffres d'affaires :

$$REC = cte + 0,025INTERNE - 0,008DFKB + 0,12TCA + 0,005LAE - 0,014AMIM$$

(2, 24)*b* (-2, 71)*a* (4, 65)*a* (2, 17)*b* (-0, 54)

$$R^2 = 0,19 \quad F = 7,31 \quad N = 159$$

a : significatif au seuil de 1 % ; b : significatif au seuil de 5 %

La perte d'influence de la structure de propriété sur la performance est due vraisemblablement à la nature ambiguë de la relation d'agence au sein des entreprises contrôlées. Autrement dit, c'est l'hétérogénéité de l'ensemble des entreprises à contrôle interne, c'est à dire l'existence de certaines entreprises contrôlées ayant certainement des problèmes d'agence, qui est à l'origine de la disparition de la significativité des liens entre type de propriété et performance. Nous testerons cette hypothèse dans les développements ultérieurs.

3. Concentration du capital et performances : les résultats empiriques

3.1 Un test du type Demsetz et Lehn sur des données françaises

Le tableau 4 donne les résultats des différentes régressions des indicateurs de performances par rapport à la concentration du capital et autres variables explicatives. Dans ces régressions, nous avons appliqué à la variable "pourcentage du capital" détenu par le(s) principal(aux) actionnaire(s) une transformation logistique similaire à celle pratiquée par DEMSETZ et LEHN (1988), à savoir :

$$LC = \log(C/(100 - C))$$

avec C le pourcentage du capital détenu par le(s) principal(aux) actionnaire(s) et LC son logarithme.

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

TABLEAU 4

*Performance = constante "degré de concentration du capital"
+ autres variables de contrôle.*

Panel A

(1) La variable dépendante est le taux de rentabilité économique (REAE)

Secteur	Cte	LC	TCA	LAE	AMIM	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,22 (3,41)a	0,007 (1,23)	0,13 (2,89)a	-0,005 (-1,45)	0,02 (0,42)	-0,03 (-3,808)a		17,06	6,29
non	0,201 (3,24)a	0,008 (1,48)	0,18 (4,11)a	-0,003 (-0,96)	-0,004 (-0,101)		-0,031 (-5,76)a	25,42	10,43

(2) La variable dépendante est le taux de rentabilité d'exploitation (REC)

Secteur	Cte	LC	TCA	LAE	AMIM	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,035 (1,015)	0,002 (0,73)	0,106 (4,21)a	0,002 (-1,37)	0,002 (0,09)	-0,017 (-4,008)a		21,97	8,62
non	0,027 (0,761)	0,002 (0,685)	0,12 (4,67)a	-0,003 (1,41)	-0,009 (-0,38)		-0,007 (-2,38)b	16,88	6,21

(3) La variable dépendante est le ratio Q de Tobin (Valf)

Secteur	Cte	LC	TCA	LAE	AMIM	ETREAE	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,72 (2,16)b	0,047 (1,63)	0,59 (2,58)b	0,0002 (0,013)	-0,403 (1,75)c	3,205 (4,68)a	-0,055 (-1,41)		23,58	7,81
non	0,67 (2,15)b	0,054 (2,009)b	0,75 (3,51)a	0,01 (0,55)	-0,46 (-2,15)b	3,07 (4,79)a		-0,12 (-4,87)a	33,03	12,49
oui	0,36 (0,72)	0,053 (1,97)b	0,808 (3,74)a	0,023 (1,24)	-0,34 (-1,49)	3,36 (5,26)a		-0,12 (-4,84)a	39,24	7,15

Panel B

(4) La variable dépendante est le ratio de Marris (Val)

Secteur	Cte	LC	TCA	LAE	AMIM	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	1,76 (1,52)	0,25 (2,42)b	1,67 (2,009)b	0,012 (0,17)	-1,23 (-1,48)	-0,59 (-1,28)	0,32 (1,75)c	0,047 (0,32)		11,15	2,70
non	1,46 (1,35)	0,26 (2,69)a	2,26 (2,87)a	0,065 (0,97)	-1,34 (-1,72)c	-0,086 (-0,19)	0,11 (0,672)		-0,448 (-4,65)a	22,25	6,17
oui	1,97 (1,09)	0,26 (2,55)b	2,31 (2,82)a	0,073 (1,045)	-1,47 (-1,73)c	-0,127 (-0,28)	0,13 (0,735)		-0,43 (-4,41)a	24,24	3,26

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

(5) La variable dépendante est taux de rentabilité boursière des actions (R)

Secteur	Cte	LC	TCA	LAE	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,23 (-1,68)c	-0,016 (-0,047)	0,43 (3,71)a	0,015 (1,59)	0,18 (2,74)a	0,043 (1,6)	-0,044 (-2,13)b		24,75	8,33
non	-0,27 (-1,906)c	-0,016 (-1,056)	0,46 (3,88)a	0,015 (1,53)	0,16 (2,41)b	0,053 (1,94)c		-0,008 (-0,53)a	22,64	7,41

(6) La variable dépendante est l'excédent de rentabilité boursière (Excess)

Secteur	Cte	LC	TCA	LAE	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,64 (-4,18)a	-0,01 (-0,63)	0,47 (3,76)a	0,031 (2,96)a	0,58 (8,04)a	-0,007 (-0,26)	-0,089 (-3,93)a		46,8	22,28
non	-0,73 (-4,61)a	-0,011 (-0,63)	0,56 (4,303)a	0,033 (2,99)a	0,56 (7,51)a	0,003 (0,12)		-0,036 (-2,18)b	43,16	19,24

(7) La variable dépendante est la mesure de Sharpe (Shp)

Secteur	Cte	LC	TCA	LAE	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,83 (-2,14)b	-0,25 (-0,58)	2,040 (6,29)a	0,052 (1,88)c	-0,096 (-1,67)c		26	13,53
non	-0,83 (-2,20)b	-0,036 (-0,88)	1,95 (6,11)a	0,037 (1,35)		0,12 (3,19)a	29,33	15,98

Les résultats font apparaître l'absence d'une liaison entre, d'une part la performance mesurée par certains indicateurs retenus (REAE, REC, Sharpe, Excess), et la concentration du capital d'autre part. Dans ces différentes régressions, les coefficients liant l'indice de concentration et la performance sont positifs mais ne sont pas statistiquement significatifs. En revanche, la concentration du capital semble être un élément significatif au seuil de 5 % dans le cas du Q de TOBIN et plus particulièrement dans l'indice de MARRIS où le coefficient est de 26 % (significatif au seuil de 1 %). Ce dernier résultat remet en cause la thèse de la neutralité de la structure de propriété avancée par DEMSETZ et LEHN (1988) et CHARREAUX (1991). La concentration du capital a donc un impact positif sur la valeur globale de la firme et sur la richesse des actionnaires ce qui confirme la thèse de la convergence des intérêts avancée par JENSEN et MECKLING (1976).

Ces deux résultats contradictoires ne nous permettent pas encore de conclure sur l'effet exact de la structure de propriété sur la performance. La seule conclusion qu'on peut retenir de ces résultats est que la neutralité de la structure du capital dépend de l'indicateur de performance retenu.

3.2 Le test de Morck, Shleifer et Vishny (MSV) sur des données françaises

MORCK, SHLEIFER et VISHNY (1988) ont suggéré que la conclusion obtenue par DEMSETZ et LEHN concernant l'absence de lien entre la concentration de la propriété et la performance des firmes américaines est due à la spécificité linéaire et monotone de la fonction utilisée. Selon eux, il existe d'importantes non monotonocités entre les deux variables qui ne peuvent pas être captées par une fonction linéaire. En adoptant deux seuils critiques 5 % et 25 % pour le pourcentage du capital détenu par les dirigeants, ils démontrent la non linéarité de la relation entre la performance et la structure de propriété. Leurs résultats révèlent une relation positive dans la zone de 0 – 5 %, négative dans la zone 5 – 25 % et positive dans la zone située au delà de 25 %. Ils concluent de ces résultats que, jusqu'à 5 %, les dirigeants sont incités à maximiser la valeur de la firme (effet de convergence des intérêts). De 5 à 25 %, les dirigeants possèdent une part de capital qui leur permet d'échapper à tout contrôle, et sont alors incités à gérer selon leurs propres intérêts supposés contraires à ceux de la firme (effet d'enracinement⁵). Au delà de 25 %, l'effet de convergence des intérêts prédomine. L'utilisation des seuils américains n'est pas possible sur des sociétés françaises pour des raisons liées à la répartition de leur capital. Comme l'a fait CHARREAUX (1991), nous avons retenu les seuils de 20 % et de 50 % pour le pourcentage représenté par le(s) actionnaire(s) principal(aux).

Plus précisément, les mesures de concentration du capital sont :

$$C1 = C \text{ si } C < 20\% \\ = 20\% \text{ si } C \geq 20\%$$

$$C2 = 0 \text{ si } C < 20\% \\ = C - 20\% \text{ si } C < 50\% \\ = 30\% \text{ si } C \geq 50\%$$

$$C3 = 0 \text{ si } C < 50\% \\ = C - 50\% \text{ si } C \geq 50\%$$

par exemple lorsque l'actionnaire principal détient 57 % du capital, nous aurons $C1 = 20\%$, $C2 = 30\%$ et $C3 = 7\%$

Les résultats des régressions sont consignés dans le tableau 5 (page suivante).

5. On parle d'effet d'enracinement lorsque les dirigeants vont procéder à des investissements spécifiques à leur savoir-faire afin de se valoriser auprès de leurs actionnaires et d'augmenter ainsi le coût de leur remplacement par ces derniers. L'enracinement permet alors aux dirigeants de se dégager en partie du contrôle des actionnaires et du marché de l'emploi des cadres. Les dirigeants ont alors la possibilité de gérer la firme en laissant libre cours à leur opportunisme.

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

TABLEAU 5

*Performance = constante + variable "zones du contrôle"
+ autres variables de contrôle.*

Panel A

(1) La variable dépendante est le taux de rentabilité économique (REAE)

Secteur	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	AMIM	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,23 (2,83) _a	-0,13 (-0,58)	0,11 (1,61)	-0,026 (-0,36)	0,14 (3,01) _a	-0,006 (-1,58)	0,012 (0,25)	-0,029 (-3,62) _a		17,8	4,68
non	0,19 (2,49) _b	-0,05 (-0,23)	0,12 (1,83) _c	-0,045 (-0,68)	0,19 (4,20) _a	-0,004 (-1,052)	-0,014 (-0,32)		-0,03 (-5,68) _a	26,4	7,73
oui	0,22 (1,98) _b	-0,102 (-0,45)	0,14 (2,007) _b	-0,053 (-0,77)	0,18 (3,85) _a	-0,003 (-0,75)	-0,003 (-0,066)		-0,03 (-5,49) _a	28,3	4,03

(2) La variable dépendante est le taux de rentabilité d'exploitation (REC)

Secteur	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	AMIM	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,024 (0,57)	-0,003 (-0,03)	0,079 (2,08) _b	-0,061 (-1,65) _c	0,109 (4,31) _a	0,003 (1,46)	-0,008 (-0,32)	-0,016 (-3,81) _a		24,87	7,14
non	0,015 (0,35)	-0,001 (-0,01)	0,088 (2,26) _b	-0,074 (-1,94) _c	0,12 (4,83) _a	0,003 (1,53)	-0,021 (-0,83)		-0,007 (-2,43) _b	20,74	5,64
oui	0,065 (1,07)	0,027 (0,21)	0,074 (1,78) _c	-0,068 (-1,74) _c	0,13 (4,81) _a	0,003 (1,60)	-0,026 (-0,93)		-0,007 (-2,35) _b		2,98

(3) La variable dépendante est le taux de Q de Tobin (ValF)

Secteur	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	AMIM	ETRAE	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,69 (1,72)	-0,19 (-0,17)	0,065 (0,18)	0,54 (1,60)	0,59 (2,58) _b	-0,001 (-0,08)	-0,35 (-1,4)	3,31 (4,7) _a	-0,056 (-1,44)		24	5,94
non	0,56 (1,47)	0,27 (0,26)	0,051 (0,15)	0,52 (1,63)	0,75 (3,46) _a	0,008 (0,45)	-0,42 (-1,9) _c	3,14 (4,8) _a		-0,12 (-4,75) _a	33,1	9,27
oui	0,27 (0,60)	0,41 (0,39)	-0,064 (-0,19)	0,6 (1,88) _c	0,81 (3,72) _a	0,022 (1,14)	-0,28 (-1,2)	3,43 (5,3)		-0,12 (-4,75) _a	39,5	6,18

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

Panel B

(4) La variable dépendante est le ratio de Marris (Val)

Secteur	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	AMIM	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	0,76 (0,53)	4,85 (1,25)	-1,67 (-1,33)	4,002 (3,22)a	1,5 (1,81)c	0,007 (0,106)	-0,842 (-1,004)	-0,66 (-1,45)	0,39 (2,11)	0,026 (0,18)		14,32	2,76
non	0,15 (0,11)	6,54 (1,80)c	-1,77 (-1,51)	3,77 (3,25)a	2,078 (2,65)a	0,063 (0,942)	-1,001 (-1,28)	-0,166 (-0,38)	0,18 (1,068)		-0,44 (-4,64)a	25,15	5,56
oui	0,85 (0,44)	8,26 (2,19)b	-2,42 (-1,96)c	4,028 (3,37)a	2,17 (2,705)a	0,071 (1,03)	-1,209 (-1,42)	-0,209 (-0,47)	0,21 (1,19)		-0,43 (-4,45)a	28,22	3,46

(5) La variable dépendante est la rentabilité boursière des actions (R)

Secteur	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,734 (-1,92)c	0,78 (1,38)	-0,25 (-1,38)	-0,04 (-0,25)	0,401 (3,408)a	0,019 (1,94)c	-0,17 (-2,64)a	0,044 (1,62)	-0,047 (-2,2)b		25,8	6,53
non	-0,41 (-2,055)b	0,74 (1,28)	-0,23 (1,24)	-0,065 (-0,36)	0,44 (3,65)a	0,019 (1,88)c	0,16 (2,34)b	0,053 (1,92)c		-0,01 (-0,7)	23,6	5,78

(6) La variable dépendante est l'excédent de rentabilité boursière des actions (Excess)

Secteur	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	ET	Bêta	DFFP	DFKB	R2	F
non	-0,79 (-3,86)a	0,99 (-1,63)	-0,35 (-1,79)c	0,093 (0,48)	0,43 (3,42)a	0,034 (3,19)a	0,57 (7,93)a	-0,003 (-0,10)	-0,092 (-4,07)a		48	17,3
non	-0,89 (-4,17)a	0,99 (1,57)	-0,31 (-1,57)	0,05 (0,25)	0,53 (4,04)a	0,037 (3,24)a	0,55 (7,42)a	0,007 (0,23)		-0,038 (-2,32)b	44,3	14,9
non	-0,78 (-2,62)a	1,059 (1,66)c	-0,37 (-1,79)c	0,061 (0,30)	0,42 (3,22)a	0,032 (2,92)a	0,57 (7,87)a	0,01 (-0,35)		-0,1 (-4,3)a	49,3	9,4

(7) La variable dépendante est la mesure de Sharpe (Shp)

Secteur	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	DFFP	DFKB	R2	F
non	-1,43 (-2,73)a	3,55 (2,26)b	-0,93 (-1,83)c	0,009 (0,02)	1,94 (5,99)a	0,063 (2,26)b	-0,106 (-1,865)c		28,7	10,20
non	-1,32 (2,54)b	2,83 (1,82)c	0,805 (-1,62)	-0,087 (-0,182)	1,89 (5,89)a	0,048 (1,73)c		0,11 (2,97)a	31,07	11,42
oui	-1,12 (-1,45)	3,083 (1,89)c	-0,910 (-1,71)c	0,083 (-0,16)	1,90 (5,66)a	0,048 (1,69)c		0,12 (3,03)a	32,74	5,39

L'étude de la relation pour l'indice de MARRIS est la seule qui fait apparaître une liaison significative dans les trois zones considérées. En particulier les signes des coefficients sont positifs dans les première et troisième zones et négatifs pour la zone intermédiaire. Les coefficients correspondants aux deux zones extrêmes sont significatifs au seuil de 5 %, celui de la zone intermédiaire

n'est significatif qu'à 10 % et seulement dans le cas où on tient compte du variable sectorielle. Dans le cas du test de type DEMSETZ et LEHN, et concernant cet indicateur de performance, on a trouvé un coefficient positif, et significatif au seuil de 1 %. Il n'y a donc pas de forte raison de croire à la non linéarité de la relation, surtout que le résultat correspondant à la baisse de la performance n'est pas trop significatif. L'étude de la relation pour la mesure de Sharpe fait apparaître seulement deux liaisons significatives au seuil de 10 %. Les coefficients sont positifs pour la première zone et négatifs pour la zone intermédiaire. Enfin, les résultats obtenus pour le Q de TOBIN font apparaître une relation significative au seuil de 10 % uniquement pour la zone située au delà de 50 %. Ce résultat ne permet pas de remettre en cause la relation linéaire et significative, trouvée précédemment, entre le Q de TOBIN et le pourcentage de capital. Pour les autres indicateurs de performance les régressions ne font pas apparaître une liaison significative.

A partir de tous ces résultats, on peut conclure que jusqu'à 20 %, il y a une convergence des intérêts pour maximiser la richesse des actionnaires représentée par l'indice de MARRIS ou la mesure de SHARPE. Entre 20 et 50 %, la baisse de la performance des fonds propres peut être expliquée par deux effets : si l'actionnaire principal est le dirigeant, sa possession d'une part solide du capital lui permet d'échapper à tout contrôle et ne peut ainsi gérer dans une optique différente à la maximisation de la valeur de la firme. Par exemple, si la rémunération du dirigeant ne dépend pas de la valeur des actions, il peut délaisser cet objectif au profit d'autres plus intéressants pour lui mais moins rentables pour le reste des actionnaires. Si l'actionnaire principal est une entreprise, le coefficient négatif dans la zone 20 - 50 % peut être expliqué par deux phénomènes :

- L'entreprise actionnaire tend à isoler et à figer le management de la firme de toute discipline externe. Dans ce cas, c'est l'entreprise actionnaire qui est à l'origine de l'effet d'enracinement.
- L'entreprise actionnaire transfère pour son propre compte les richesses de la firme contrôlée.

Il nous apparaît intéressant d'approfondir cette étude afin de vérifier quel type d'actionnaire principal détériore la performance de la firme dans la zone intermédiaire.

Enfin, au delà de 50 %, l'effet "convergence des intérêts" domine les deux effets d'enracinement et de transfert de richesse. Pourquoi ce retournement de comportement de la part de l'actionnaire principal ? L'examen du lien entre l'identité de l'actionnaire principal et la performance apportera des éléments de réponse à cette question.

3.3 Identité de l'actionnaire principal et performance

Dans ce paragraphe, nous analysons si l'impact de la structure de propriété sur la performance varie selon le type d'actionnaire principal. A ma connaissance, il n'y a pas eu d'études sur des données françaises qui ont analysé ce type de

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

problème. LICHTENBERG et PUSHNER (1992) ont fourni une analyse détaillée, démontrant l'existence de problèmes d'agence au sein des sociétés japonaises dus aux participations inter entreprises. Ils ont démontré que par rapport au pourcentage du capital détenu par les institutions financières, les participations inter entreprises diminuent la productivité et la rentabilité d'une entreprise. Ces deux auteurs en concluent que les entreprises actionnaires n'usent pas de leur influence sur les dirigeants pour pousser la direction à la performance. Leurs participations significatives dans le capital des firmes contribuent à atténuer les effets incitatifs du contrôle exercé par les institutions financières. Le schéma explicatif de ces résultats pourrait résider dans l'isolement et la protection excessifs des dirigeants des firmes japonaises que suscitent les participations interentreprises. Ces dirigeants qui sont à l'abri d'éventuelles prises de contrôle externes sont moins incités à la performance que d'autres managers mieux contrôlés – ceux qui sont sous la menace d'une intervention des institutions financières. L'autre explication possible de ce résultat est le transfert de richesse des ces entreprises qui contrôlent à leur propre compte et au détriment de l'entreprise contrôlée.

Pour réaliser ce test sur des données françaises, on a réparti les firmes en deux groupes selon que l'actionnaire principal est une entreprise ou une famille. On a procédé ensuite, pour chaque groupe, aux mêmes régressions réalisées précédemment. Les résultats sont consignés dans le tableau 6.

TABEAU 6

Performance = constante + variable "zones du contrôle" selon l'identité de l'actionnaire principal + autres variables de contrôle.

Dans la première ligne on retrouve les résultats des régressions du tableau 5 (total de l'échantillon : ECH). Dans les deux dernières lignes, on trouve les résultats des régressions relatives à l'hypothèse que l'actionnaire principal est une entreprise (ligne ENTPS) et à celle selon laquelle l'actionnaire principal est une famille (ligne FAM). Les régressions qui tiennent compte des variables secteur et dettes exprimées en valeur comptable ont été réalisées mais ne sont pas reportées ici. Les résultats obtenus ne sont pas différents de ceux présentés ci dessous. La régression qui fait apparaître le ratio REC comme variable expliquée a été négligée parce que les résultats ne sont pas pertinents (problème d'autocorrélation).

(1) La variable dépendante est le taux de rentabilité économique (REAE)

	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	AMIM	DFKB	R2	F
ECH	0,19 (2,49)b	-0,05 (-0,23)	0,12 (1,83)c	0,045 (-0,68)	0,19 (4,20)a	-0,004 (-1,052)	-0,014 (-0,321)	-0,03 (-5,68)a	26,4	7,73
ENTPS	0,044 (0,504)	-0,02 (0,09)	0,05 (0,7)	-0,044 (-0,624)	0,16 (2,73)b	0,001 (0,35)	0,13 (2,71)a	-0,032 (-3,95)a	28,9	5,05
FAM	0,33 (2,35)b	-0,23 (-0,53)	0,23 (1,91)c	-0,1 (-0,82)	0,14 (2,16)b	-0,004 (-0,68)	-0,207 (-2,73)a	-0,032 (-3,93)a	37,88	4,87

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

(2) La variable dépendante est le ratio Q de Tobin (ValF)

	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	AMIM	ETREAE	DFKB	R2	F
ECH	0,56 (1,47)	0,27 (0,26)	0,051 (0,15)	0,52 (1,63)	0,75 (3,46)a	0,008 (0,45)	-0,42 (-1,91)c	3,14 (4,85)a	-0,12 (-4,75)a	33,1	9,27
ENT	0,043 (1,46)	0,96 (1,31)	-0,28 (-1,17)	-0,035 (-0,14)	0,51 (2,09)b	0,004 (0,29)	-0,054 (-0,31)	1,43 (2,90)a	-0,06 (-2,19)b	21,06	2,86
FAM	-0,08 (-0,09)	-1,35 (-0,54)	0,67 (0,93)	0,95 (1,36)	0,78 (2,10)b	0,073 (1,808)c	-0,707 (-1,59)	5,57 (3,79)a	-0,16 (-3,42)a	49,37	6,7

(3) La variable dépendante est le ratio de Marris (Val)

	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	AMIM	ET	Bêta	DFKB	R2	F
ECH	0,15 (0,11)	6,54 (1,80)c	-1,77 (-1,51)	3,77 (3,2)a	2,07 (2,6)a	0,063 (0,94)	-1,001 (-1,28)	-0,16 (-0,38)	0,18 (1,06)	-0,44 (-4,64)a	25,15	5,56
ENT	-1,25 (-0,85)	8,39 (2,3)b	-2,22 (-1,8)c	1,77 (1,4)	0,68 (0,5)	0,12 (1,61)	0,338 (0,39)	-0,27 (-0,65)	0,05 (0,28)	-0,35 (-2,53)a	17,9	2,05
FAM	-0,002 (-0,01)	3,1 (-0,38)	-2,09 (-0,89)	7,09 (3,1)a	2,95 (2,5)b	0,14 (1,08)	-2,76 (-1,95c)	1,207 (0,85)	-0,023 (-0,04)	-0,59 (-3,74)a	43,62	4,64

(4) La variable dépendante est la rentabilité boursière des actions (R)

	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	ET	Bêta	DFKB	R2	F
ECH	-0,41 (-2,05)b	0,74 (1,28)	-0,23 (1,24)	-0,065 (-0,36)	0,44 (3,65)a	0,019 (1,88)c	0,16 (2,34)b	0,053 (1,92)c	-0,01 (-0,70)	23,6	5,78
ENT	-0,44 (-1,64)	1,57 (2,1)b	-0,54 (-2,19)b	0,008 (0,034)	0,404 (1,72)c	0,02 (1,38)	0,15 (1,90)c	0,038 (1,101)	-0,05 (-1,9)c	24,9	3,57
FAM	-0,26 (-0,86)	-0,55 (-0,57)	0,34 (1,22)	-0,14 (-0,53)	0,36 (2,58)b	0,015 (0,96)	-0,2 (1,19)	0,062 (1,036)	-0,027 (1,45)	40	4,59

(5) La variable dépendante est l'excédent de rentabilité boursière (Excess)

	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	ET	Bêta	DFKB	R2	F
ECH	-0,89 (-4,17)a	0,99 (1,57)	-0,31 (-1,57)	0,05 (0,25)	0,53 (4,04)a	0,037 (3,24)a	0,55 (7,42)a	0,007 (0,23)	-0,038 (-2,32)b	44,3	14,9
ENT	-0,88 (-3,02)a	1,59 (1,97)c	-0,58 (-2,16)b	0,092 (0,33)	0,47 (1,81)c	0,034 (2,13)b	0,64 (7,08)a	0,0007 (0,019)	-0,11 (-3,53)a	52	11,6
FAM	-0,45 (-1,47)	-0,46 (-0,47)	0,32 (1,16)	-0,097 (-0,36)	0,35 (2,59)b	0,018 (1,18)	-0,24 (1,44)	0,09 (1,20)	0,022 (1,204)	48	6,34

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

(6) La variable dépendante est la mesure de Sharpe (Shp)

	Cte	C1	C2	C3	TCA	LAE	DFKB	R2	F
ECH	-1,32 (-2,54) ^b	2,83 (1,82) ^c	-0,805 (-1,62)	-0,087 (-0,18)	1,89 (5,89) ^a	0,048 (1,73) ^c	0,11 (2,97) ^a	31,07	11,42
ENT	-1,24 (-2,63) ^a	3,93 (3,02) ^a	-0,91 (-2,11) ^b	0,079 (0,18)	0,94 (2,24) ^b	0,052 (2,01) ^b	-0,11 (-2,37) ^b	25,7	5,07
FAM	-0,69 (-0,62)	0,99 (0,26)	-0,35 (-0,33)	0,31 (0,29)	1,71 (3,16) ^a	0,008 (0,14)	0,26 (3,68) ^a	44,85	7,72

Examinons les résultats correspondant aux différents indicateurs de performance afin d'essayer de répondre aux questions posées dans le paragraphe précédent.

1. Les résultats obtenus pour le pourcentage représenté par l'actionnaire principal "entreprise" et qui concernent les indicateurs boursiers font apparaître une relation positive dans la zone située entre 0 et 20 % et une relation négative entre 20 et 50 %. Dans la plupart des cas les coefficients dans ces deux zones sont significatifs au seuil de 5 %. L'étude de la relation pour le pourcentage représenté par l'actionnaire principal "famille" fait apparaître une liaison positive, significative au seuil de 5 %, seulement dans la zone située au-delà de 50 particulièrement dans le cas du ratio de MARRIS.

2. Pour les Q de TOBIN et la variable REAE les coefficients ne sont pas significatifs pour les deux types d'actionnaires principaux et quelle que soit la zone considérée.

Interprétation des résultats

A la lumière de ces résultats, on peut suggérer les conclusions suivantes :

a) Lorsque l'actionnaire principal est une entreprise détenant entre 0 et 20 % du capital, cette détention a un impact positif sur la richesse des actionnaires (mesurée par le ratio de MARRIS). Inversement, si l'actionnaire principal est une famille se situant dans la même zone, sa détention du capital n'a pas d'incidence significative sur la performance. Entre 0 et 20 % du capital, la thèse de la convergence des intérêts est donc valable seulement lorsque l'actionnaire principal est une entreprise. S'il s'agit d'une famille, c'est la thèse de la neutralité qui prévaut. Rappelons que dans le cas du ratio de MARRIS, la relation générale a révélé un coefficient positif et significatif dans cette zone. Le comportement de maximisation de la performance de la part de l'actionnaire principal "entreprise" explique donc ce résultat.

Essayons maintenant de comprendre ce type de comportement. Les entreprises actionnaires ne détiennent pas une part significative du capital. Elles ne peuvent donc pas se dégager de toute discipline externe réalisée par les marchés financiers, les créanciers ou le marché des biens et services. Ces entreprises, ou les dirigeants nommés, sont alors incités à maximiser la richesse des

actionnaires en investissant dans des projets rentables. Les profits réalisés sont réinvestis dans la firme ou distribués sous forme des dividendes, et ne peuvent pas être transférés vers la société actionnaire. La menace est tellement crédible, que tout comportement opportuniste est à éviter.

b) Lorsque l'actionnaire principal est une entreprise détenant entre 20 et 50 % du capital, cette détention a une incidence négative sur la richesse des actionnaires. Ce résultat est conforme à celui de LICHTENBERG et PUSHNER (1992) sur des entreprises japonaises. S'il s'agit d'une famille, cela n'a aucun impact sur la performance. Dans la relation générale, la baisse de la performance dans cette zone est due alors au comportement de l'actionnaire principal "entreprise". Peut-on donc accuser l'actionnaire principal, lorsqu'il est une entreprise, d'incitation à l'enracinement ou à l'expropriation des entreprises contrôlées? Le coefficient sur lequel est basé notre raisonnement n'est pas seulement négatif, mais il est en plus significatif au seuil de 5 % dans les trois régressions (R, Excess, Sharpe) sur les quatre qui font intervenir des indicateurs boursiers. On peut expliquer ce résultat par la conjugaison de deux effets : un effet d'enracinement et de transfert de richesse. En effet l'entreprise actionnaire utilise son pouvoir pour nommer et protéger les dirigeants des firmes contrôlées de toute discipline externe et elle n'utilise pas de son influence sur les dirigeants pour pousser la direction à la performance. Sa participation significative dans le capital d'une firme contribue à atténuer les effets incitatifs exercé par les autres mécanismes de contrôle. En contrepartie de cette protection et cette aide à l'enracinement, les dirigeants doivent réaliser des investissements ou prendre des décisions qui favorisent la performance de la firme actionnaire. Dans cette hypothèse les dirigeants ont la possibilité de gérer la firme sans maximiser la richesse de tous les actionnaires et en laissant libre cours à leur opportunisme tant qu'elle ne menace pas les intérêts de la firme actionnaire. Par exemple, les dirigeants peuvent réaliser des investissements rentables qui leur permettent de dégager des profits substantiels qui seront transférés en grande partie à la firme actionnaire. Ceci est d'autant plus vrai qu'il n'y a pas d'incidence négative et significative de l'actionnariat principal sur les indicateurs comptables. L'actionnaire entreprise peut aussi inciter les dirigeants à réaliser des investissements qui lui sont spécifiques et donc en mesure de bien gérer. Ces investissements lui permettent de générer des rentes au détriment des intérêts des autres actionnaires⁶. Nos résultats peuvent être

6. EDWARDS et FISCHER (1994) suggèrent que l'actionnariat interentreprises peut avoir un effet négatif sur la performance des firmes contrôlées si les firmes actionnaires souffrent d'importants problèmes d'agence. Autrement dit, les firmes actionnaires peuvent être elles aussi organisées sur la base d'une relation d'agence actionnaires-dirigeant et que pour cette raison elles sont assimilables aux entreprises dont le capital est fortement dilué. Les dirigeants de ces firmes doivent veiller à ce que les dirigeants des firmes qui sont sous leur contrôle agissent dans l'intérêt de leurs actionnaires qui sont aussi les leurs. S'il y a des conflits d'intérêts au sein du premier type de la relation d'agence, ceci doit inévitablement se répercuter sur le second type de la relation. Plus précisément, si les dirigeants de la firme A n'agissent pas dans l'intérêt de leurs actionnaires, ils ne sont plus alors incités à surveiller efficacement la gestion de la firme B dont A est l'actionnaire principal ou s'ils agissent de la sorte c'est pour

STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES FIRMES FRANÇAISES

considérés comme une vérification de l'existence des conflits d'agence liés à la relation actionnaire dirigeants, conflits qui défavorisent les actionnaires. Cela dit, aucune conclusion définitive ne peut être tirée tant qu'on n'a pas examiné avec plus de détails la structure de propriété des entreprises actionnaires. Il s'agit d'un sujet de recherche intéressant à explorer.

c) Enfin, l'étude de la relation pour la zone située au delà de 50 % fait apparaître une liaison significative uniquement pour l'actionnaire principal "famille". C'est le comportement de ce type d'actionnaire qui explique la forme prise par la fonction générale du ratio de MARRIS. Un tel résultat serait en faveur de l'hypothèse de "convergence d'intérêts" puisqu'il impliquerait qu'au delà de 50 % la gestion se ferait dans l'intérêt des actionnaires. Cette thèse n'est pas valable lorsque l'actionnaire majoritaire est une entreprise et lorsqu'on regarde les autres indicateurs de performance. Au delà de 50 % on peut dire que la plupart des régressions favorise la thèse de la neutralité et ceci quelle que soit l'identité de l'actionnaire principal.

préserver des avantages acquis. L'existence des problèmes d'agence au sein de la firme A permet aux dirigeants de la firme B de se dégager de tout contrôle ou de former une communauté d'intérêt (ou une collusion) avec le reste des dirigeants. Dans cette hypothèse les dirigeants de B ont la possibilité de gérer la firme sans maximiser la richesse des actionnaires et en laissant libre cours à leur opportunisme.

CONCLUSION

Le but de cette étude était de mesurer l'incidence de la structure de propriété sur la performance. Deux conclusions principales peuvent être retenues :

- le mode d'organisation influence d'une manière significative l'activité d'exploitation des firmes. Les entreprises familiales, ayant une structure interne de contrôle, sont plus performantes. En revanche, le mode d'organisation n'a pas une incidence significative sur la rentabilité des fonds propres.
- l'identité de l'actionnaire principal a une incidence significative sur la performance des fonds propres. Les firmes dont l'actionnaire principal est une entreprise réalisent une bonne performance lorsque le pourcentage de capital détenu varie entre 0 et 20 % et une mauvaise performance au delà de 20 %. En revanche, lorsque l'actionnaire principal est une famille, ceci n'a pas d'incidence significative sur la performance quelle que soit la zone considérée.

Par rapport aux thèses avancées par la théorie managériale et par la théorie de l'agence, il semblerait donc que, dans le cas des structures organisationnelles, la thèse de la neutralité prévaut si l'on retient l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Autrement dit, toutes les structures sont équivalentes. Inversement, c'est la thèse de convergence des intérêts qui l'emporte si on retient l'objectif de maximisation de la valeur globale de la firme. En effet, c'est la structure de contrôle interne qui permet de réaliser une performance supérieure. Dans le cas de l'identité de l'actionnaire principal, il semblerait que si ce dernier est une famille, la thèse de la neutralité prévaut. En revanche, si l'actionnaire principal est une entreprise et si on retient le point de vue des actionnaires, qu'il faut conclure en faveur de la thèse de convergence pour un faible pourcentage de capital et en faveur de la thèse de l'enracinement ou de transfert de richesse si le pourcentage de capital dépasse un certain seuil.

BIBLIOGRAPHIE

- BERLE A.A et MEANS G.C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Company.
- CHARREAUX G. (1991) "Structures de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue économique*, n° 3, Mai, pp 521-552.
- CHARREAUX G. et PITOL-BELIN J.P (1990) *Le conseil d'administration*, éd. Vuibert gestion.
- DEMSETZ H. et LEHN K. (1985) "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *J. of Political Economy*, n° 6, pp 1155-1177.
- EDWARDS J. et FISCHER K. (1994) *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- EHRlich I., GALLAIS-HAMONNO G., LIU Z. et LUTTER R. (1994) "Productivity Growth and Firm Ownership : An Analytical and Empirical Investigation", *Journal of Political Economy*, n°5, pp 1006-1038.
- FAMA E.F. (1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, n° 2, avril, pp 288-307.
- HOLDERNESS C.G et SHEEHAN D.P. (1988) "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations, an Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, n° 20, pp 317-346.
- JENSEN M. (1986) "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 2, pp 323-329.
- JENSEN M.C ET MECKLING W.H. (1976) "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, Octobre, pp 305-360.
- LEECH D. et LEAHY J. (1991) "Ownership Structure, Control Type Classification and the Performance of Large British Companies", *The Economic Journal*, Vol 101, pp 1418-1437.
- LICHTENBERG F. et PUSHNER G. (1992) *Ownership Structure and Corporate Performance in Japan*, NBER Working Paper, n° 4092.
- MORCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1988) "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp 293-315.
- MOURGUES N. (1987a) *La rentabilité économique des entreprises dépend-elle de la structure de répartition du capital ? Un essai de vérification des coûts d'agence*, Institut Orléanais de Finance, Octobre.
- MOURGUES N. (1987b) *La bourse française dépend-elle de la répartition du capital des entreprises ?*, Institut Orléanais de Finance, Novembre.
- MYERS S.C. (1977) "Determinants of Corporate Borrowings", *Journal of Financial Economics*, n° 5, pp 146-175.
- PROWSE S. (1992) "The Structure of Corporate Ownership in Japan", *The Journal of Finance*, n° 3, pp 1121-1139.

ANNEXE

Les sources des données statistiques, taille des entreprises
et leur répartition sectorielle

L'échantillon étudié porte sur 159 entreprises cotées sur la période 1987-1992. Les caractéristiques sectorielles et dimensionnelles de l'échantillon sont établies dans les tableaux 1 et 2. Les données comptables consolidées, la liste des principaux actionnaires et le pourcentage de capital détenu ont été collectés à partir des annuaires *Desfossés*, *Dafsa* et la base de données *Disclosure* pour les années 1987-1989 et l'annuaire du *FECOM* pour les années 1990-1992. Les informations concernant les cours boursiers de fin d'année, les dividendes versés, la capitalisation boursière et les ajustements correspondant aux opérations en capital ont été collectés à partir des revues *L'Année Boursière* pour les années 1986-1992.

Répartition des entreprises de l'échantillon

Tableau A1 selon les secteurs d'activité

Secteurs	Répartition selon les secteurs en %
Produits de base	11,95
Construction	7,55
Biens d'équipement	16,98
Biens de consommation durables	10,06
Biens de consommation non durables	15,72
Biens de consommation alimentaires	8,18
Services	28,93
Total	100,00

Tableau A2 selon le CA et l'actif économique (en %)

Classes	Répartition selon le CA	Répartition selon l'actif économique
Moins de 150 millions de F	5,03	9,43
150 à moins de 250	4,4	13,21
250 à moins de 500	15,72	13,84
500 à moins de 1000	14,47	15,09
1000 à moins de 2500	15,72	16,35
2500 à moins de 5000	11,95	10,06
5000 à moins de 10000	11,32	6,92
10000 à moins de 25000	11,95	7,55
25000 et plus	9,43	7,55
Total	100,00	100,00