

Performance et actionnariat familial dans les entreprises du S&P 500

Mémoire réalisé par
Gauthier Dams

Promoteur
Mikael Petitjean

Lecteur
Floris Laly

Année académique 2017-2018
Master en Sciences de gestion

Résumé

La performance n'a jamais été autant au centre de l'attention des entreprises ces dernières années du fait de la rude concurrence qui s'installe et de la prolifération importante de la technologie au sein même des processus de décision. Il n'est pas simple de mesurer le succès d'un secteur ou d'une entreprise par rapport à un concurrent et il est encore moins évident de combiner toutes les formules gagnantes possibles afin d'optimiser la performance. Les entreprises familiales sont toujours aussi présentes et jouent un rôle majeur dans l'économie actuelle. Ce mémoire a pour objectif d'analyser la différence entre les entreprises familiales et non familiales et de comprendre si un type de société est plus performant qu'un autre. Sur base d'une étude portant sur un échantillon de 105 entreprises issues de l'indice boursier S&P500, nous analysons les différentes variables provenant des états financiers ainsi que des cotes boursières sur une période allant de 2011 à 2017. Cette analyse ne nous a pas permis de conclure que les entreprises familiales sont plus performantes que les entreprises non familiales, contrairement à ce que nous avons pu relever dans les différents écrits sur le sujet.

Mots-clés

Famille, performance, actionnariat, conseil d'administration

Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier mon promoteur, le professeur Mikael Petitjean, pour ses conseils et son aide précieuse tout au long de ce travail. Sa profonde expertise de la finance et sa disponibilité m'ont permis de dépasser mes connaissances sur le sujet.

Ensuite, j'aimerais également remercier ma famille et mon entourage pour leur soutien tout au long de cette période.

Enfin, je tiens à remercier tout particulièrement Dorian Simon pour son aide concernant la structure et la rédaction de ce mémoire.

Liste des tableaux

Tableau 1 : Nombre et pourcentage de sociétés familiales et non familiales par industrie..	30
Tableau 2 : Résumé des statistiques de l'échantillon total.....	36
Tableau 3 : Différence de moyennes.....	37
Tableau 4 : Corrélation entre les variables..	38
Tableau 5 : Statistiques descriptives et histogramme du ROA des entreprises non familiales.....	39
Tableau 6 : Statistiques descriptives et histogramme du ROA des entreprises familiales.....	40
Tableau 7 : Statistiques descriptives et histogramme du ROE des entreprises familiales..	41
Tableau 8 : Statistiques descriptives et histogramme du ROE des entreprises non familiales.....	42
Tableau 9 : Statistiques descriptives et histogramme du q de Tobin des entreprises familiales.....	43
Tableau 10 : Statistiques descriptives et histogramme du q de Tobin des entreprises non familiales.....	44
Tableau 11 : Régression linéaire simple pour le ROA.....	45
Tableau 12 : Régression linéaire simple pour le ROE.	45
Tableau 13 : Régression linéaire simple pour le q de Tobin.....	46
Tableau 14 : Régression linéaire multiple pour le ROA.....	46
Tableau 15 : Régression linéaire multiple pour le ROE.....	47
Tableau 16 : Régression linéaire multiple pour le q de Tobin.....	48
Tableau 17 : Régressions sur données de panel pour le ROA.....	49
Tableau 18 : Régressions sur données de panel pour le ROA en tenant compte de l'hétéroscédasticité.....	50
Tableau 19 : Régressions sur données de panel pour le ROE.....	51
Tableau 20 : Régressions sur données de panel pour le q de Tobin.....	52

Liste des figures

Figure 1 : Tableau général d'hypothèse.....	28
---	----

Table des matières

Introduction générale.....	1
Partie théorique	3
Introduction théorique	3
Chapitre 1 L'entreprise familiale : Aspect global et ses composantes.....	5
1.1 Introduction	5
1.2 Qu'est-ce qu'une entreprise familiale ?.....	5
1.2.1 Ce qu'une entreprise familiale n'est pas.....	6
1.2.2 Ce qu'une entreprise familiale est.....	8
1.3 Les entreprises familiales ont-elles la cote ?.....	11
1.4 Conclusion.....	12
Chapitre 2 La performance	15
2.1 Introduction	15
2.2 Le concept.....	15
2.3 Qu'en est-il des entreprises familiales?	18
2.3.1 Une performance affaiblie ?.....	18
2.3.2 Les bénéfiques sur la performance.....	19
Chapitre 3 Les variables.....	21
3.1 Le contrôle	21
3.2 L'âge de la firme	22
3.3 La compensation financière du CEO, gouffre ou investissement ?.....	22
3.4 Les ratios financiers	23
3.4.1 Le q de Tobin	25
3.4.2 La rentabilité des actifs.....	26
3.4.3 La rentabilité des capitaux propres	27
Partie empirique.....	29
Chapitre 4 Hypothèses	29
Chapitre 5 Méthode	33
5.1 Description de l'échantillon	33
5.2 Détermination du caractère familial.....	35
5.3 Les indices de performance	36
5.4 Les variables de contrôle	37
5.5 Le déroulement.....	38
Chapitre 6 Résultats	41
6.1 Résumé des statistiques	41
6.1.1 Le ROA	43
6.1.2 Le ROE.....	45
6.1.3 Le q de Tobin.....	47
6.1.4 Conclusion	49
6.2 Régressions linéaires simples.....	50
6.3 Régressions linéaires multiples	51
6.4 Régressions sur données de panel	54
6.5 Validation des sous hypothèse et de l'hypothèse finale.....	57
Chapitre 7 Discussion	61

7.1 Discussion des résultats	61
7.2 Limites et perspectives futures	62
Conclusion	65
Bibliographie	67

Introduction générale

Les entreprises familiales représentent une forme importante d'organisation à travers le monde. Extrêmement active dans l'économie globale, la performance de ce type d'entreprise fut au cœur des débats au milieu du XX^{ème} siècle (Morck et al, 1988 ; Anderson et Reeb, 2003 ; McConnaughy et al, 1998). Néanmoins, il existe différentes définitions pour caractériser l'entreprise familiale ce qui amène généralement à une différence de résultats selon l'échantillon défini (Poulain-Rhem, 2006).

La performance d'une organisation, quelle qu'elle soit, représente un challenge au quotidien pour tous les acteurs présent autour de cette organisation. Comment une entreprise performe-t-elle mieux ? Sur quels critères pouvons-nous nous concentrer afin de réellement affirmer qu'une entreprise est plus performante qu'une autre ? Ce terme largement utilisé, mais qui ne fait pas l'unanimité autour d'une seule et même définition (Bourguignon, 1995) ne prend vraiment sens que selon l'interprétation que le lecteur en fait.

Une étude réalisée sur le même sujet par Ronald Anderson et David Reeb (2006) avait permis de déterminer que les entreprises familiales étaient plus performantes que les entreprises non familiales. L'idée de ce mémoire, sur base de ses différentes parties de ce mémoire, sera d'apporter une réponse à la question de recherche suivante :

Est-ce qu'une entreprise familiale est nécessairement plus performante qu'une entreprise non familiale ?

Ce mémoire est divisé en deux parties : la première sera consacrée à l'aspect théorique afin d'embrancher ensuite sur la partie empirique.

La première partie est axée sur une revue de la littérature concernant l'entreprise familiale et sa performance. Elle a pour but d'introduire et de réfléchir aux principaux écrits et recherches sur ce sujet. Elle vise également à permettre au lecteur de comprendre l'environnement et les différents termes entourant ce mémoire. Plus spécifiquement, les différents chapitres traiteront de l'entreprise familiale et de sa popularité dans le monde (1), des différentes performances des entreprises (2) ainsi que des travaux spécifiques portant sur la performance des entreprises familiales (3).

Dans la seconde partie, nous nous consacrerons à la partie empirique de notre mémoire. Elle a pour but de répondre aux questions que nous nous sommes posées concernant la

performance des entreprises familiales. Suite aux résultats d'une analyse des variables et d'une analyse économétrique portant sur un échantillon de 105 entreprises issues de l'indice boursier S&P500, nous tenterons de répondre à la question de recherche en testant au préalable plusieurs sous-hypothèses. Ces résultats nous permettront d'infirmer ou de confirmer les sous-hypothèses émises, ce qui nous mènera à une hypothèse finale afin d'apporter une réponse définitive à notre question de recherche. Un chapitre sera également dédié à l'exposition et à la discussion des résultats ainsi que des données retransformées. Finalement, nous ferons une conclusion générale afin de résumer les différents éléments essentiels parcourus tout au long de ce mémoire.

Partie théorique

Introduction théorique

Tout au long de cette partie, nous nous concentrerons sur l'environnement des entreprises familiales et de leurs performances afin de pouvoir vous donner une vue d'ensemble du sujet.

Le premier chapitre portera sur l'entreprise en elle-même ainsi que tous les composants qui gravitent autour. À travers les différents apports et propos des auteurs de la littérature, on remarquera que ces personnes morales entretiennent des structures très diversifiées sur différents plans.

Ensuite, nous nous intéresserons aux performances des entreprises. Ce chapitre nous permettra de comprendre ce que les différents auteurs et études ont apporté au fil du temps concernant les différences de performance entre les entreprises. Nous nous concentrerons également sur les différents écrits portant sur les entreprises familiales et ce qui en découle concernant leur gestion.

Finalement, nous analyserons plusieurs études et recherches à propos de la performance des entreprises familiales et leurs concurrentes. Elle servira de base à la partie empirique afin de permettre à ce mémoire d'apporter sa contribution dans la recherche de performance pour les entreprises.

Chapitre 1 L'entreprise familiale : Aspect global et ses composantes

1.1 Introduction

De nos jours, on reçoit extrêmement d'informations provenant d'entreprises qu'elles soient implantées à travers le monde ou simplement présentes dans un village de province. Ces entreprises ont été créées à des moments différents de l'histoire et certaines peuvent remonter à plus de mille années d'ancienneté¹. Dès lors, il est intéressant de remarquer que certaines de celles-ci arrivent à garder un cachet familial autour de leur structure. Quelle est la proportion d'entreprises familiales dans notre économie ? Comment sont-elles gouvernées ? Quelles structures ont-elles choisies ? Comment peut-on définir qu'une entreprise est familiale ?

Dans ce chapitre, nous tenterons de répondre à ces questionnements en commençant par une approche de la définition de ce terme. Cette partie s'attardera sur différents aspects de l'entreprise familiale tels que l'actionnariat, la gouvernance ou encore la présence familiale. Ensuite, nous étudierons la présence physique de ces entreprises familiales au sein de notre économie tant au niveau national qu'international. Nous finirons ensuite par une courte conclusion nous permettant de résumer ces différents sous-chapitres.

1.2 Qu'est-ce qu'une entreprise familiale ?

Les entreprises familiales ont été fortement prisées ces dernières décennies par les chercheurs du fait de l'importance de la présence de ces dernières dans les différentes économies. Appliquer une définition générale à toutes les entreprises familiales serait faussés. En l'état actuel de la littérature, il n'existe pas de consensus pour définir clairement ce terme (Litz, 1995 ; Birley, 1997). En 1998, Westhead et Cowling ont démontré sur base d'un échantillon d'entreprises non cotées que la définition appliquée affecte fortement les résultats d'une étude. En effet, après avoir appliqué différents critères (sept au total), ils se sont aperçus que la proportion d'entreprises familiales varie de 15 à 80 % de l'échantillon total. Cela démontre bien qu'il est possible d'allouer une définition totalement différente à ce type d'entreprise en fonction des critères que l'on trouve utile ou non.

L'intérêt ici de ce mémoire repose, non seulement pour la partie théorique, mais également pour la partie empirique, sur le fait de distinguer les entreprises non familiales des entreprises familiales, mais également de distinguer ces dernières entre elles. Offrant un terrain de recherche varié, ces entreprises permettent de se focaliser sur différentes théories les affectant telles que la théorie financière, des organisations ou encore des ressources humaines.

¹ Tel que l'hôtel japonais Hoshi Ryokan.

La dimension humaine étant incontestablement un atout important (Buff et Catry, 1996), il est également important de souligner que les théories introduites en 1982 par Alii et Mowday sur l'implication organisationnelle permettent de réfléchir aux différents facteurs qui surplombent la masse salariale de ces entreprises, motivant ainsi les salariés à travailler en fonction de leurs objectifs, valeurs et intérêts.

Le fait d'avoir une hétérogénéité et une imprécision sur la définition d'une entreprise familiale nous amène à nous interroger sur les différents facteurs d'identités propres à ce terme où il existe un double questionnement. Le premier se porte sur la frontière familiale qui reprend le seuil auquel on peut admettre qu'une entreprise est familiale ou non. Le second questionnement nous amène sur l'influence familiale exercée sur l'entreprise qui peut soit être en termes de contrôle de capital, soit au niveau de la composition du pouvoir.

Sur les parties suivantes, nous allons essayer de définir ce qu'est une entreprise familiale malgré l'imprécision de l'histoire de la littérature autour de ce terme (Poulain-Rehm, 2006). Afin d'étoffer et de critiquer cette imprécision sur la définition, nous allons également nous attarder sur une description unifiée décrite dans la littérature qui pourrait se dessiner.

1.2.1 Ce qu'une entreprise familiale n'est pas

Le risque d'amalgame est fortement présent lors de toutes tentatives de définition. Dans le domaine des sociétés familiales, il est d'usage de confondre **entreprise familiale et patrimoniale**. Ces deux types d'entreprises reposent sur une similitude qu'est le capital. Ce dernier est, dans un certain idéal, détenu par leurs dirigeants. Cela diffère des différentes formes d'organisations privées telles que les firmes contrôlées par d'autres entreprises ou d'autres groupes. La forme la plus connue reste également les firmes managériales où le capital est fortement dispersé à travers différents actionnaires (Charreaux, 1991). Ce qui fait la différence des entreprises familiales et patrimoniales repose sur le fait que les dirigeants des premières sont nécessairement unis par des liens de parenté tandis que les dirigeants des secondes sont des personnes non morales généralement sans liens familiaux. De plus, on peut retrouver une descendance du fondateur dans les entreprises familiales (Poulain-Rehm, 2006).

En 2001, Gattaz (anciennement président de l'ASMEP²) définit les entreprises comme patrimoniales si les dirigeants effectifs possèdent une part significative du capital de l'entreprise. Cependant, cette définition suppose que les dirigeants ont le pouvoir d'orienter ou de prendre des décisions stratégiques à différents termes. Au final, les entreprises patrimoniales

² Association des Moyennes Entreprises Patrimoniales

regroupent à la fois les entreprises familiales, mais également les entreprises d'associés³ et les sociétés unipersonnelles⁴. Les entreprises familiales, quant à elle, sont plus des entreprises de la seconde génération ou plus. Même si le terme « patrimonial » regroupe plus d'entreprises que le terme « familial », ce dernier est beaucoup plus largement utilisé dans le monde de par son usage fréquent de l'expression Britannique « family business » (Gattaz, 2001).

Comme cité plus haut, le risque d'amalgame se décline ici de manière à assimiler les PME et les entreprises familiales. Il est en effet faux de confondre ces deux termes même si énormément d'entreprises familiales sont des PME, toutes les petites et moyennes entreprises ne sont pas familiales.

En 1996, Buff et Catry déterminent qu'une entreprise familiale ne se différencie pas par sa taille, que celle-ci soit mesurée par le nombre d'employés, l'importance de son capital ou de son champ géographique d'investigation et d'activité. Selon Gattaz (2001), la dénomination du terme PME serait inappropriée, car il engloberait dans une seule catégorie une multitude d'entreprises très différentes au niveau du nombre d'employés. Selon lui, il est bon de diviser ces entreprises dans les catégories suivantes :

- Les « très petites » : Moins de 10 employés.
- Les « petites » : Entre 10 et 100 employés.
- Les « moyennes » : Entre 100 et 3000 employés.
- Les « grandes » : Plus de 3000 employés.

Selon cette classification, Gattaz estime que sur les 13610 moyennes entreprises répertoriées par l'INSEE en 2001, plus de 75% ont un caractère patrimonial ce qui ne veut pas forcément dire que ces entreprises sont familiales comme démontré plus haut. Cependant, Allouche et Amann démontrent en 1997 qu'environ 60% des 500 plus grandes firmes industrielles françaises sont familiales.

De par ces deux observations, on peut ainsi conclure qu'**aucune corrélation** ne peut être établie entre la nature familiale de l'entreprise et sa taille. En effet, si toutes les petites et moyennes entreprises ne sont pas familiales, plus de 60% des 500 plus grandes firmes industrielles qui ne sont donc pas repris en tant que PME, ont un caractère familial.

Du côté juridique, il existe différentes formes adaptées à chaque besoin d'entreprise : société anonyme, société à responsabilité limitée, société en commandite par actions ou encore

³ Entreprises dont il n'existe pas de lien de parenté entre les dirigeants et propriétaires

⁴ Sociétés les créateurs eux-mêmes sont aux commandes et possèdent la majorité du capital

l'entreprise individuelle. Il n'existe cependant aucune forme destinée spécialement aux entreprises familiales qui peuvent se développer sous différentes formes précitées ci-dessus. Tout dépend bien évidemment des objectifs et attentes tant au niveau du management que d'une future cession pour le contrôle du capital.

Cette partie se basant sur ce que n'est pas une entreprise familiale, cela nous a permis de comprendre qu'il est important d'écarter les amalgames et de distinguer clairement qu'il n'existe pas une forme et un statut défini pour ce type d'entreprise. Néanmoins, une définition positive va nous permettre d'y voir plus clair quant à la signification du terme « entreprise familiale ».

1.2.2 Ce qu'une entreprise familiale est

Cette partie se décompose en deux approches bien distinctives : le qualitatif et le quantitatif. Ces deux méthodes vont nous permettre d'arriver à une certaine mixité afin de pouvoir définir ce que pourrait être une entreprise familiale.

Quand on parle du **quantitatif**, on pense bien évidemment aux chiffres. C'est en 1975 que Barry s'appuie sur la notion de contrôle du capital. Selon lui, et en le réaffirmant en 1989, on ne peut considérer une entreprise comme familiale que lorsque celle-ci est contrôlée par les membres issus d'une seule et même famille. Barnes et Hershon (1976) restreignent cependant cette définition par le fait qu'une entreprise qui est restée dans les mains d'une ou plusieurs personnes de la même famille est considérée comme familiale. Alors que la nécessité d'un contrôle majoritaire de la propriété par une famille ainsi que du contrôle de la direction est décrite en 1982 par Alcorn, deux auteurs définissent cependant l'entreprise familiale par le fait qu'une famille ne peut détenir que le contrôle **légal** sur la propriété (Alii et Landsberg, 1988).

Durant de nombreuses années, la littérature a estimé que le fait de posséder plus de 50% des actions d'une entreprise par une famille en fait dès lors une entreprise familiale (Donckel et Frölich, 1991 ; Reynolds, 1995). Cependant, Estapé et Gallo (1992) considère qu'une entreprise est familiale lorsqu'une ou plusieurs familles possèdent plus de 10 % du capital de cette société et que la somme des parts détenues par les trois plus grands actionnaires suivants atteint moins d'un tiers du montant appartenant à cette ou à ces familles.

D'une approche plutôt **qualitative**, plusieurs auteurs privilégient les critères d'influence sur la culture et le management de l'entreprise. En tout premier lieu, Donneley (1964) catégorise l'entreprise familiale selon sept conditions alternatives qui amèneraient les intérêts de la famille et les politiques de l'entreprise pendant au moins deux générations :

- Le lien familial doit être l'un des déterminants de la transmission de l'entreprise

- Les membres de la famille des dirigeants, passés ou actuels, doivent être membres du conseil d'administration
- Les valeurs de l'entreprise sont identifiées de manière formelle ou informelle à celles de la famille
- Les comportements des membres de la famille sont censés refléter la réputation de l'entreprise
- Les membres de la famille non dirigeants conservent les actions de l'entreprise pour des raisons autres que financières
- La place occupée par un membre de la famille dans l'entreprise est l'un des déterminants de sa position dans la famille
- Un membre de la famille qui souhaite mener une carrière autonome doit rompre les liens avec l'entreprise.

Ce n'est que huit ans plus tard que Boswell (1972) détermine si une entreprise est familiale ou non selon sa proportion d'administrateurs qui ont un lien de parenté avec les administrateurs ou fondateurs de la génération précédente. De cette manière, on pourrait définir en cinq axes les entreprises familiales : le cas où aucun lien de parenté n'est présent ; le cas où une minorité des administrateurs ont un lien de parenté ; le cas inverse où justement la majorité des administrateurs ont un lien de parenté et le cas où tous les dirigeants ont un lien de parenté. Le dernier axe serait plus incertain et repose sur le fait que les liens de parenté des administrateurs sont éventuels.

Un autre critère tout aussi qualitatif est celui de l'interaction entre la famille et l'entreprise. C'est en 1983 que Davis considère les conseils d'administration comme la juridiction où s'exprime ce type d'interaction entre l'entreprise et la famille (Beckhard et Dyer, 1983). De plus, la littérature nous montre que le fait que les membres d'une entreprise appartiennent au même « groupe émotionnel » suffit à qualifier une entreprise comme familiale (Carsrud, 1994).

Maintenant que nous avons identifié les différents auteurs littéraires se concentrant sur des conceptions soit quantitatives, soit qualitatives, cette dernière partie va se focaliser sur ceux qui tentent de concilier les deux approches afin de définir l'entreprise familiale.

Plusieurs auteurs se rejoignent sur le fait qu'une entreprise est dite familiale lorsque la famille lui donne son nom, l'imprègne de ses traditions, lui fournit des dirigeants et est propriétaire d'une majorité des actions (Christensen, 1953 ; Gaultier et Gélihier, 1994). Une définition complémentaire selon Davis et Tagiuri (1982) serait qu'à partir du moment où une entreprise voit sa direction influencée par un ou plusieurs membres de la famille sur le management et les droits de propriété sur le capital, celle-ci pourrait avoir un aspect familial.

Enfin, une définition partagée par bon nombre d'auteurs, mais non exhaustive, serait que l'entreprise est dite familiale lorsque celle-ci est contrôlée et dirigée par une ou plusieurs familles (Dyer, 1986 ; Barnes et Schwartz, 1991 ; Buff et Catry, 1996).

D'une manière plus exigeante, les membres de la famille qui gèrent la direction doivent avoir le même nom et être intrinsèquement liés au propriétaire de l'entreprise afin de considérer une entreprise comme familiale (Daily et Dollinger, 1992). Cette définition assez restrictive nous amène à nous questionner sur le nombre d'entreprises qui seraient encore considérées comme familiales de nos jours si les critères précédents étaient respectés.

Pour en revenir à la combinaison de la détention du capital et de l'implication familiale dans le management, on remarque que la littérature se rejoint fortement dans les définitions. En 1985, Alii et Rosenblatt déterminent qu'une entreprise est familiale à partir du moment où elle est contrôlée par une seule famille et qu'au minimum deux de ses membres soient présents dans le management. Définition partagée par Gallo (1991) qui rajoute que ces membres de la famille doivent également contrôler et décider des décisions managériales concernant l'entreprise même si le capital détenu par la famille est plus faible. Quelques années plus tard, on retrouve une définition moins stricte bien que le seuil de détention du capital reste le même (50%), seule une implication active des membres de la famille dans un organe de gestion est nécessaire sans réellement préciser la nature de cette implication (Etapé et Gallo, 1994).

Ce n'est seulement qu'en 1983 que survient la caractéristique que le propriétaire de l'entreprise familiale doit avoir l'intention de transmettre son entreprise à la génération suivante (Hugron). À partir du moment où un jeune membre de la famille pense reprendre l'entreprise dans le futur, on peut dès lors la qualifier de familiale (Churchill et Hatten, 1987). Le critère de la transmission de l'entreprise a été longuement retenu par les différents auteurs du XX^{ème} siècle (Ward, 1987 ; Handler, 1989 ; Buchholz et Crane, 1989). Une définition complémentaire et plus exigeante spécifie que la firme doit également avoir plus de dix années d'existence continue et que plus d'un membre de la famille doit avoir des fonctions managériales dans l'entreprise (Astrachan et Kolenko, 1994).

Suite à cette brève analyse de la littérature, trois caractéristiques ressortent pour définir le concept d'entreprise familiale. Le contrôle du capital semble le plus important bien que la direction de l'entreprise par un ou plusieurs membres de la famille est également considérable. Un critère non négligeable est l'envie de transmission de cette entreprise à une seconde génération de la famille. Afin d'avoir un aperçu plus clair sur la littérature actuelle, on peut résumer qu'une entreprise devient familiale lorsqu'une famille détient plus de 50% du capital, qu'elle possède des fonctions dirigeantes ou non. Cependant, même si une famille ne possède

pas la majorité du capital, le fait qu'elle exerce une influence directe ou indirecte sur le management en fait d'elle une entreprise familiale.

1.3 Les entreprises familiales ont-elles la cote ?

Maintenant que le concept est présenté, nous allons nous intéresser à la présence de ces entreprises dans l'économie. L'entreprise familiale est extrêmement présente dans le monde et représente à elle seule entre 50 et 90% (Kenyon-Rouviniez et Ward, 2004) du produit intérieur brut de toutes les économies de marché. Selon une étude dirigée par Donckels et Aerts (1993), les PME⁵ familiales⁶ seraient représentées de l'ordre de 51 à 83% en Europe. Ainsi, au plus l'entreprise est petite en termes de travailleurs, au plus le pourcentage de PME familiales augmentent. Il s'agit également du type d'entreprises le plus répandu dans le secteur privé (Morck et Yeung, 2003).

Concernant l'Union européenne, le pourcentage des entreprises familiales varie de 75 à 99% selon les pays. Cela représenterait deux tiers des emplois et près de deux tiers du produit intérieur brut (Crouzet, 1995). En 1996, Ducheneaut constate que 43% des dirigeants de PME françaises possèdent la majorité du capital de leur entreprise. Hugron (1998) confirme également que l'entreprise familiale est extrêmement présente dans les économies occidentales et devient très importante dans les pays en voies de développement. Vincido Data Marketing analyse en 2002 que les entreprises familiales ne sont pas que des PME et qu'un grand nombre de grandes entreprises sont également sous cette forme. De plus, 52% des plus grandes entreprises belges seraient familiales. Facio et Lang ont mené une étude en 2002 sur cinq pays⁷ européens et ont trouvé que sur un échantillon de 3470 entreprises, près de 44% étaient des entreprises familiales même si ces entreprises ont été identifiées par leur nom de famille. Concernant les Pays-Bas, on retrouve 55% d'entreprises familiales (Floren, 2002). Concernant les autres continents, on peut retrouver jusqu'à 95% d'entreprises dites familiales et elles représentent environ 40% du produit national brut aux États-Unis. La proportion est légèrement plus faible en Amérique centrale, latine et en Australie où on retrouve respectivement 65% et 75% d'entreprises familiales et du PNB (Comblé et Colot, 2006).

⁵ Petites et Moyennes Entreprises

⁶ Une PME est dite familiale lorsque la majorité des parts est détenue par la famille et dont les activités de gestion de l'entreprise sont exercées par un ou plusieurs membres de la famille.

⁷ Allemagne, Espagne, France, Grande-Bretagne, Italie

Concernant le marché belge, plusieurs études et recherches ont été menées afin de quantifier la proportion de ce type d'entreprise. Vicindo Data Marketing a réalisé une étude en 2002 sur l'importance des entreprises familiales en Belgique définit selon quatre critères : au minimum deux administrateurs de la même famille ; deux administrateurs cohabitent ; le nom de l'entreprise doit correspondre à celui de l'administrateur et un des administrateurs doit être domicilié au siège de l'entreprise. Cette étude a révélé que 52% des entreprises belges correspondaient à au moins un des critères susmentionnés. Un autre aspect de cette recherche montre qu'en général, ce sont les plus petites entreprises en termes de travailleurs ou de chiffre d'affaires qui sont affectées par ce statut d'entreprise ce qui est conforme à ce que d'autres études ont remarqué (Daily et Dollinger, 1993 ; Jorissen et al., 2002). De plus, cette étude a également révélé qu'on retrouve, dans les activités artisanales et proches de l'alimentation, un cachet fort familial ce qui s'explique par le fait que ce sont des activités plus traditionnelles où le savoir-faire peut se transmettre de génération en génération. On retrouve que les entreprises familiales sont plus spécifiquement dans les métiers tels que brasseries, travail des matériaux et l'agriculture tandis que le secteur des services (avocats, notaires, comptables, etc.) a un caractère peu familial. Toujours selon cette étude, différentes provinces belges se démarquent par leur forte proportion d'entreprises familiales (Flandre Orientale et Occidentale, du Luxembourg, du Limbourg et de Namur). De manière générale, les entreprises familiales sont plus vieilles que les entreprises familiales ce qui peut s'expliquer par la transmission de génération en génération (Westhead, 1997 ; Klein, 2000).

Une même étude en 2002 par Jorissen a trouvé que 82,8% des entreprises flamandes étaient des PME familiales. De plus, ils ont constaté des différences au niveau des secteurs d'activités ainsi qu'au niveau de l'âge des dirigeants d'entreprises familiales ce qui vient confirmer les travaux de différents auteurs (Gallo, 1995 ; Floren, 1998).

1.4 Conclusion

Ce chapitre nous a permis de comprendre un peu plus l'environnement qui transite autour du concept de l'entreprise familiale. Cela nous permet d'avancer pour la suite de notre mémoire quant à la sélection de notre échantillon. On peut retenir de cette brève revue de la littérature que les différents résultats et observations peuvent varier grandement en fonction des critères de sélection que nous appliquons à la définition d'une entreprise bien qu'une partie d'un courant littéraire tend à se mettre d'accord sur une définition uniforme. De plus, on remarque une très grosse présence des entreprises familiales tant au niveau européen et belge qu'au niveau américain. Nous reviendrons là-dessus dans le chapitre trois. Quoi qu'il en soit, la diversité de leurs profils et la singularité de leurs identités et cultures dans leurs modes de

managements et autres, en font d'elles des entreprises ayant un avenir serein dans le monde entrepreneurial bien qu'il soit difficile de mesurer la performance exacte de celles-ci.

Chapitre 2 La performance

Le terme « performance » dans le monde des entreprises est au centre de toutes les attentions depuis des années. Selon un célèbre dictionnaire français, ce mot détermine un résultat obtenu à un instant t dans un domaine précis par quelqu'un ou une machine (Larousse, 2017). Cependant, dans la pratique, cela est bien plus complexe et imprécis. Il ne peut réellement prendre du sens que dans le contexte auquel il est employé (Salgado, 2013). Ce terme qui est un des fondements majeurs des sciences de gestion semble être extrêmement imprécis alors qu'il s'agit d'un mot des plus convoités dans le monde des entreprises et organisations. En effet, ces dernières qui sont des acteurs importants de la vie économie et sociale recherchent et exploitent constamment les ressources mises à leur disposition afin d'améliorer cette dite performance. Mais de quelle performance parle-t-on ?

2.1 Introduction

En 2012, Marion souligne qu'une définition de l'évaluation de la performance ne peut s'effectuer qu'en fonction du contexte dans lequel elle intervient. Selon le succès de l'action (Bourgignon, 1995), le résultat de l'action (Bouquin, 2004) ou encore selon les modes d'obtention du résultat (Baird, 1986), il est possible d'évaluer la performance et/ou celle des personnes ayant contribué à la réalisation de l'action. Donc, selon le contexte, on peut évaluer la performance sur un ou plusieurs aspects. Par exemple, on peut se concentrer sur la performance financière, mais dans certains cas, il est préférable de se focaliser sur différents critères comme la performance des processus, la performance financière ou encore la performance humaine. Les travaux réalisés en stratégie apportent également énormément d'informations sur la performance d'une entreprise. Les différents auteurs de ces travaux s'accordent sur une définition générale qui considère qu'une entreprise est performante lorsqu'elle génère de la valeur (Norman et Ramirez, 1993) sans toute fois définir ou quantifier cette valeur.

2.2 Le concept

Comme pour toutes définitions, il existe également une divergence d'opinions sur la notion de performance. Pendant de nombreuses années, la performance n'était basée que sur une seule dimension, à savoir le profit (Saulquin et al., 2007). Dans cette optique, la performance n'était mesurée qu'en terme financier et ne visait que la création de valeur pour les actionnaires. En 2013, le journal « Lecerclerleséchos » a mené une étude sur 200 grosses entreprises répertoriées par le classement Fortune et a souligné le fait que ces entreprises utilisent un indicateur de performance basé sur la création de valeur pour les actionnaires. Il

n'est donc pas étonnant de voir que les entreprises recherchent le profit en premier lieu et agissent en fonction de la création de valeur.

Bien évidemment, cette définition unidimensionnelle est l'objet de différentes critiques par certains auteurs qui jugent que d'autres aspects, tels que les personnes qui participent aux décisions de l'entreprise, devraient être intégrés dans le concept (Lebas, 1995 ; Bouquin, 2004). Dès lors, certains auteurs intègrent différentes composantes afin d'avoir une définition multidimensionnelle. On retrouve des indicateurs variés tels que la qualité du produit, le climat général de l'entreprise ou encore la satisfaction de la clientèle. Il s'agit ici d'indicateurs basés sur le qualitatif bien qu'ils peuvent être facilement quantifiés avec des échelles de performance (Kaplan et Norton, 1992 ; Morin et al., 1994).

On comprend que la performance devient de plus en plus subjective et qu'elle peut être définie et adaptée selon les envies. La performance va donc être une affaire de perception, car elle est définie par ceux qui vont utiliser l'information, et donc n'a de valeur que par ce que l'utilisateur va en retirer (Salgado, 2013).

Selon Ehrenberg, sociologue français, il existe un « culte de la performance » dans notre société actuelle ce qui revient à amener la performance comme un mythe mobilisateur au niveau du discours managérial (Saulquin et al., 2007). On parle ici de la performance sociale qui est utilisée comme un outil de management dans la vie des entreprises. Cette performance repose sur une relation entre des indicateurs intermédiaires et les pratiques de management. La performance sociale, et donc intermédiaire, est indissociable de la performance finale, car elle s'inscrit dans la continuité des intérêts de création de valeur de l'entreprise. C'est ainsi qu'on ne parle pas ici de performance comme simple outil d'évaluation, mais également comme un outil de management.

Cependant, quelle que soit la grille d'évaluation que l'on choisisse pour définir la performance, il y a quatre principes fondamentaux (Marion et al., 2012) qui lui sont associés :

- L'**efficience** qui combine les résultats et les moyens, en amenant un indicateur de résultat à un indicateur de mesure des ressources utilisées.

- L'**efficacité** qui interprète l'aptitude qu'une entreprise a pour atteindre ses objectifs, en amenant un indicateur basé sur les résultats

- La **pertinence** qui permet d'évaluer la performance de l'entreprise dans l'environnement dans lequel elle se trouve. C'est-à-dire l'avantage concurrentiel par rapport à la concurrence.

- La **cohérence** qui se base sur l'équilibre des éléments de base d'une organisation afin de mesurer la performance organisationnelle en amenant les objectifs aux moyens (Ecosip, Cohendet et al., 1995).

Dès lors, lorsqu'on parle de résultat d'une action comme performance (Bouquin, 2004), on analysera la capacité qu'une entreprise a pour atteindre ses objectifs. Lorsque la performance se base sur la mise en œuvre des processus (Baird, 1986) pour arriver à un résultat, on évaluera comment et quelles étaient les conditions pour arriver à ce résultat. Finalement, si une performance se résume au succès d'une action, elle peut se traduire de différentes façons en fonction de la personne qui lit le résultat. La performance est donc soumise à différentes interprétations en fonction des parties prenantes (Bourgignon, 1995).

Mais d'où viennent ces performances ? Marion et al. (2012) ont identifié trois grands courants pour expliquer la provenance des performances dans les entreprises. Le premier se base sur les travaux réalisés afin de comprendre les différences de performances entre les entreprises (Roquebert et al., 1996 ; Brush et al., 1999). Dans une étude faite par Gahan et Porter (1997), les caractéristiques de l'industrie et le positionnement concurrentiel des entreprises expliqueraient les différentes performances entre sociétés. Cependant, elle n'expliquerait que la moitié de cette performance ce qui amène à se questionner sur la seconde moitié. Le second courant quant à lui porte sur la théorie des ressources. Celles-ci étant extrêmement importantes, qu'elles soient tangibles ou intangibles, les recherches visent à démontrer que la performance peut être acquise par une bonne utilisation et une régénération de ces ressources. Le fait de les trouver, de les utiliser à bon escient et d'être capable de les régénérer afin de créer de la valeur pour son entreprise en ferait une théorie qui amènerait à une bonne performance (Barney, 1991). Le troisième courant est complémentaire au second et s'appuie sur la théorie des ressources. Selon Marion et al., « *l'évaluation de la performance repose sur l'appréciation de la qualité des ressources et celles de leurs modes de coordination* ». En 2003, Atamer et Calori ont proposé une formule représentant ces trois sources de performance :

$$E = PS \times R \times Moer$$

Le **E** qui représente l'efficacité de la performance est en fait le produit de la position stratégique (**S**), des ressources (**R**) et leur mise en œuvre (**Moer**). Les auteurs de cette formule affirment qu'une entreprise qui arrive à exceller dans les trois sources pourra améliorer sa performance et si une de ces sources est défaillante, il est toujours possible de compenser avec les autres (Salgado, 2013).

2.3 Qu'en est-il des entreprises familiales?

Plusieurs études ont été effectuées ces dernières décennies pour déceler la performance des entreprises, et plus particulièrement la différence entre les entreprises familiales ou non familiales. En 1985, Demsetz et Lehn observent que les entreprises publiques américaines ont une séparation bien distinctive entre la possession de capital et le contrôle de l'entreprise. Cependant, Shleifer et Vishny (1986) indiquent que les grands actionnaires sont communs et notent en particulier que les familles fondatrices continuent de détenir des participations et des sièges à hauteur de 33% du classement « *Fortune 500* ». Ces familles fondatrices représentent une catégorie unique d'actionnaires qui détiennent des portefeuilles peu diversifiés, avec une vision à long terme, car elles sont représentées par plusieurs générations et elles contrôlent souvent les postes de haute direction (Anderson et Reeb, 2003). Le fait d'avoir un certain pouvoir de décision les amène à prendre des mesures qui peuvent affecter différemment la performance par rapport à des entreprises non familiales.

2.3.1 Une performance affaiblie ?

La différence de performance que l'on peut retrouver entre les deux types d'entreprises a été étudiée par Fama et Jensen (1985). On retrouve dans cette étude que les actionnaires diversifiés, et donc les entreprises non familiales, évaluent les investissements en utilisant des règles de valeur de marché qui maximisent la valeur des flux de trésorerie (cash-flow) résiduels des entreprises. A contrario, les gros actionnaires tels que les entreprises familiales recherchent plutôt la croissance de la société, l'innovation par la technologie plutôt que d'ajouter de la valeur aux actionnaires. De plus, le fait d'avoir de gros actionnaires dans les entreprises familiales réduirait sensiblement la probabilité que d'autres acteurs viennent intégrer le capital de l'entreprise et dès lors, cela diminue la valeur de la société (Barclay and Holderness, 1989).

Le fait qu'une entreprise familiale possède de gros actionnaires majoritaires peut également affecter la performance au niveau de la prise de décisions de ces actionnaires sur le management même si ces derniers ne sont plus compétents ou qualifiés pour gouverner correctement l'entreprise. Avoir un actionnariat majoritaire dans une entreprise amène souvent à des décisions unilatérales qui peuvent ne pas profiter directement à l'entreprise en elle-même. On retrouve par exemple des votes pour des salaires exorbitants (Schack, 2001), des dividendes extraordinaires ce qui réduit les plans d'expansion du capital (De Angelo, 2000) ou encore cela peut amener à une baisse de motivation des employés et de leurs productivités s'ils estiment que les familles d'actionnaires majoritaires agissent trop pour eux-mêmes.

On comprend dès lors que la littérature, se penchant sur la performance des entreprises familiales, se met d'accord sur le fait que ces groupes d'actionnaires majoritaires servent en premier lieu leur intérêt, que ce soit par eux-mêmes ou par des gestionnaires externes choisis par ces familles (DeAngelo and DeAngelo , 2000).

On se souvient encore de l'affaire de l'entreprise familiale Teisseire, spécialisée dans la fabrication de sirop et de jus de fruits. Géré depuis quatre générations, ce groupe a connu quelques déboires lorsqu'il a fallu donner les rênes à la génération suivante. Ce conflit a amené énormément de tensions et a par ailleurs fait chuter son cours de 8,5% en à peine deux semaines (Leséchos, 2002).

2.3.2 Les bénéfices sur la performance

Selon Jensen et Meckling (1976), l'avantage d'avoir un contrôle familial dans la direction de l'entreprise amène à fonctionner dans la lignée des intérêts à la fois en tant qu'actionnaire, mais également en tant que manager. Cela évite donc d'avoir un coût d'agence associé à une séparation du contrôle et de la propriété. Dans la même situation, la famille étant extrêmement attachée à son capital (non-diversification de l'actionnariat familial), le fait de ne pas devoir surveiller constamment le manager permet de réduire non seulement des coûts, mais également du temps (Demsetz and Lehn, 1985).

De par sa connaissance spécifique de l'entreprise, avoir une personne de la famille fondatrice permet également de faciliter et d'améliorer la surveillance des autres dirigeants en cas de personnes externes à la famille (Sraer et Thesmar, 2003). Cette même connaissance est également citée en 2002 par Anderson et al. qui spécifient que cette longévité permet aux membres de la famille d'acquérir un savoir spécifique et qui dès lors, améliore la gestion et la performance de l'entreprise.

Enfin, comme cité précédemment, les entreprises familiales visent généralement plus sur le long terme qu'un manager indépendant qui lui tentera essentiellement d'augmenter les revenus courants. De par ce fait, les actionnaires familiaux ont la possibilité d'entreprendre des investissements à long terme, ce qui ne va pas forcément améliorer la performance à court terme, mais dans le futur, cela est généralement très profitable pour l'entreprise (Stein, 1989).

Chapitre 3 Les variables

Afin de garantir le sérieux de ce mémoire, je me suis concentré sur différentes études portant sur la performance des entreprises familiales. Comme cité dans l'introduction, la partie empirique tentera de confirmer la conclusion que les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales (Anderson et Reeb, 2003). Cette étude ayant pour but de constater les différences de performance sur le marché américain, il est intéressant de s'intéresser également à ce qu'il se passe outre-Atlantique. Finalement, il s'agit ici dans ce chapitre d'analyser les différentes recherches sur les variables qui seront testées lors de la partie empirique.

3.1 Le contrôle

Un tiers des sociétés du S&P500 se définissent comme des entreprises familiales, c'est-à-dire qu'elles sont en grande partie la propriété d'une famille (actionnaire majoritaire) ayant un poids dans les décisions managériales ainsi que dans les nominations au conseil d'administration et à la direction générale (Caspar et al., 2010). C'est une des caractéristiques assez présentes que d'avoir un CEO issu de la famille dans les entreprises familiales. Ils remplissent le rôle de gérant et permettent de continuer avec une vision, à court ou long terme, propre à la famille. En effet, il est plus facile d'aligner les intérêts de la famille grâce à ce procédé et d'améliorer le management quand la recherche de création de richesse se fait via l'entreprise en elle-même (Demsetz and Lehn, 1985).

Cependant, il se peut également que ce type de fonctionnement amène à une détérioration du management étant donné qu'on laisse passer de talentueux managers qui eux, ne sont pas issus de la famille. En effet, une personne, bien que connaissant l'entreprise depuis des années, n'est pas obligatoirement apte à la diriger. Il convient donc dans ce cas de laisser sa place à des personnes extérieures via un contrôle dit passif (Anderson et Reeb, 2003). Une étude a d'ailleurs été réalisée en 1997 par Singell qui démontre que sur des petites et moyennes entreprises privées, le fait de se priver d'un manager hors famille amène à des performances moins élevées que dans le cas inverse. Analyse qui a également été complétée en 2001 par Gomez-meija et al sur le fait que les CEOs familiaux ont moins de compte à rendre aux actionnaires et directeurs qu'un CEO étranger. De plus, cela peut devenir un frein à la motivation des personnes de l'entreprise qui veulent accéder à ce poste étant donné que le talent et le travail ne seront pas récompensés par une place de dirigeant (Schulze et al, 1999).

Chaque cas étant particulier, il convient d'adapter une stratégie dans le choix du CEO en fonction de son entreprise et de l'environnement qui l'entoure. En effet, un CEO de la famille peut également amener d'excellents résultats à son entreprise. Il peut fournir une opinion qui est totalement différente d'une personne extérieure. D'ailleurs, un fondateur de l'entreprise qui est toujours CEO peut amener une expertise sans faille et est capable d'apporter une innovation toujours appréciée du fait de son expérience et du nombre d'années dans l'entreprise qu'il a bâti (Morck et al., 1988). De plus, cela permet également au CEO d'agir en tant gardien de son propre patrimoine et cela peut tendre à une meilleure performance (Davis, Schoorman et Donaldson, 1997).

3.2 L'âge de la firme

De nombreuses études ont été effectuées sur l'implication de l'âge d'une société sur sa performance. Au fil du temps, les entreprises ont également l'avantage de découvrir ce à quoi elles sont douées (Jovanovic, 1982). Conformément à cette croyance antérieure, diverses études de la littérature sur l'organisation industrielle indiquent que l'espérance de vie augmente avec l'âge (Dunne, Roberts et Samuelson, 1989) et que de meilleures entreprises survivent (Baker et Kennedy, 2002). Hopenhayn (1992) montre que, selon des hypothèses plausibles, les entreprises plus anciennes bénéficient de profits et de valeur plus élevés.

Cependant, Loderer et Waelchli (2010) ont démontré que les entreprises âgées possédaient une performance affaiblie du fait d'une gouvernance plus pauvre, de plus grands conseils d'administration et d'une rémunération plus élevée pour le CEO. Cette étude a d'ailleurs démontré que plus l'entreprise était vieille, plus les différents indicateurs tels que le ROA, Tobin's Q et la marge de profitabilité chutaient. L'âge influence la performance, probablement à travers des mécanismes d'intermédiation tels que la routinisation, la réputation accumulée et la rigidité organisationnelle (Coad et al., 2017).

3.3 La compensation financière du CEO, gouffre ou investissement ?

Les salaires des dirigeants d'entreprises sont souvent pointés du doigt par l'opinion publique ainsi que la masse salariale (The times, 2015). La littérature débat toujours sur le fait que la performance est liée au salaire du CEO. En effet, certains ont identifié une relation positive entre la rémunération et la performance (Li et Yu, 2013 ; Hanlon et al., 2003) alors que d'autres ont trouvé une relation négative (Balafas et Florackis, 2014 ; Cooper et al., 2014). Il

est donc difficile de pouvoir affirmer à ce stade qu'il existe une seule relation positive ou négative à ce stade.

Souvent décriés, les salaires qui peuvent paraître énormes amènent cependant à une meilleure gestion de l'entreprise (Andersen et Reeb, 2003). Un salaire plus grand encouragerait le CEO à travailler plus durement bien qu'à partir d'un certain montant, la tendance inverse se dessine (Devers et al., 2008).

D'un autre côté, plusieurs recherches ont conclu qu'il y avait une relation négative entre la performance et le salaire. Cooper et al. (2014) ont d'ailleurs démontré que sur les trois années suivantes une haute rémunération, la performance ne s'améliorait pas nécessairement. Du même point de vue, seul le rendement ajusté au risque augmenterait en cas de forte rémunération (Balafas & Florackis, 2014).

3.4 Les ratios financiers

L'analyse financière est la sélection, l'évaluation et l'interprétation des données financières, ainsi que d'autres informations pertinentes, pour faciliter l'investissement et la prise de décision financière. Elle peut être utilisée en interne pour répondre à des questions telles que le rendement des employés, l'efficacité des opérations ou encore les politiques de crédit. D'un point de vue externe, il s'agit d'évaluer les investissements potentiels ou encore la solvabilité des emprunteurs (Investopedia, 2018).

Toutes les données financières nécessaires à cette analyse peuvent provenir de nombreuses sources. La principale provient des données fournies par la société elle-même dans son rapport annuel. Il comprend le compte de résultat, le bilan et l'état des flux de trésorerie, ainsi que les notes de bas de page de ces états. Certaines entreprises sont tenues par les lois sur les valeurs mobilières de divulguer des informations supplémentaires (Drake, 2005).

L'utilisation de ratios financiers pour évaluer la performance de l'entreprise n'est pas nouvelle. Une simple recherche documentaire peut aboutir à des milliers de publications sur ce sujet. Les études sous-jacentes se différencient souvent des autres en développant et en utilisant différentes variables indépendantes et/ou en utilisant différentes techniques d'analyse. Les ratios financiers, qui sont calculés en utilisant des variables couramment trouvées dans les états financiers, peuvent être appliqués pour différentes utilisations (Ross, Westerfield et Jordan, 2003) :

- Mesurer la performance des départements au sein des entreprises à plusieurs niveaux ;
- Projeter l'avenir en fournissant des informations à des investisseurs existants ou potentiels ;

- Évaluer la performance financière de possibles futures acquisitions ;
- Fournir des informations aux créanciers et aux fournisseurs ;
- Évaluer les positions concurrentielles de ses rivaux ;
- Mesurer la performance des managers dans le but de les récompenser.

Les ratios financiers sont également utilisés pour prédire la performance future. Par exemple, ils sont utilisés comme variables pour des études empiriques ou sont utilisés pour élaborer des modèles (Altman, 1968) permettant de prédire un problème financier ou encore une faillite (Beaver, 1966). En effet, une majorité des études du XXI^e siècle ont porté sur l'analyse et la prévision potentielle de la faillite d'une entreprise comme moyen d'identifier les caractéristiques des entreprises performantes ou pas (Kumar et Ravi, 2007). Des milliers d'études réalisées dans la prédiction de la faillite se sont distinguées des autres en utilisant un ensemble de caractéristiques financières quelque peu uniques ou en utilisant un ensemble différent de modèles de prédiction (Holsapple et Wu, 2011 ; Martín-Oliver et Salas-Fumás, 2012 ; Wilson et Sharda, 1994).

Bien que bon nombre de ces études réussissent à prédire les potentielles faillites, elles parviennent rarement à identifier et à expliquer les caractéristiques qui peuvent être utilisées comme révélateur du rendement de l'entreprise.

À notre connaissance, nous n'avons pas retrouvé de liste type qui reprend tous les ratios possibles et méthodes pour les calculer. Néanmoins, différentes études reconnues ont utilisé un grand nombre de ratios (58 ratios : Gombola et Ketz, 1983 ; 59 ratios : Ho et Wu, 2006 ; 15 ratios : Uyar et Okumus, 2010 ; 24 ratios : Karaca et Cigdem, 2012). La plupart des manuels et des études publiées dans les revues et livres spécialisées indiquent généralement entre 20 et 30 ratios qui permettraient aisément d'évaluer la performance d'une entreprise.

Cependant, la plupart des manuels et des études publiées dans des revues de renom ont fourni entre 20 et 30 des ratios les plus couramment utilisés, souvent considérés comme suffisants pour évaluer la performance d'une entreprise (Thibierge 2014 ; Peyrard, 1999).

Cette partie a pour but d'introduire les trois différents indicateurs de performance que nous allons analyser lors de la partie empirique. Pour le besoin de notre mémoire, nous allons nous concentrer ici exclusivement sur la partie externe de l'analyse financière, qui comprend l'évaluation d'investissements potentiels dans une entreprise.

3.4.1 Le q de Tobin

Présenté en 1969 par James Tobin, ce ratio est un rapport entre la valeur de marché (valeur boursière) d'une entreprise et la valeur économique de l'actif, par conséquent sa valeur de remplacement des actifs (Tobin, 1969).

$$q = \frac{MV}{RC}$$

Où : *MV* exprime la valeur de marché de l'entreprise *t*

RC exprime la valeur de remplacement des actifs de l'entreprise *t*

Concernant le numérateur de ce ratio (*MV*), la valeur de marché correspondrait à la somme de la valeur des actions ordinaires de la firme, de la valeur de ses actions privilégiées et de la valeur de ses dettes. Son dénominateur (*RC*), qui représente la valeur de remplacement des actifs, serait égal à la somme du total des actifs comptables et de la valeur de remplacement des immobilisations de production et des stocks moins la valeur comptable des immobilisations de production et des stocks (Gharsallah, 2008). Si le ratio est supérieur à 1, ce qui revient à dire que la valeur de marché est supérieure au coût de remplacement des actifs, la société présente de bonnes opportunités d'investissements (Lang et al., 1989). Selon Tobin (1969), une société devrait investir dans un projet si le marché l'évalue à une valeur qui excède son coût de remplacement. Dans le cas contraire où le ratio est inférieur à 1, cela reviendrait à dire que la société ne présente pas d'opportunités d'investissements rentables.

En 1998, Charreaux calcule d'une autre manière le q de Tobin. En effet, le ratio serait le rapport entre « la somme des valeurs de marché des titres détenus par les investisseurs financiers et le montant des capitaux qu'ils ont investis ». Et donc, un q de Tobin supérieur à 1 découlerait d'une supériorité de la rentabilité secrétée par les actifs de la firme par rapport à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apports de capitaux. Il a d'ailleurs été utilisé comme une mesure de performance pour les entreprises (1998), mais également comme un indicateur du capital immatériel de l'entreprise qui comprend des éléments incorporels non reconnus par la comptabilité (Lindenberg et Ross, 1981 ; Skinner, 1993).

Cependant, la valeur du numérateur et dénominateur sont généralement difficiles à calculer. La valeur de marché de l'entreprise qui est composée de la valeur de marché des capitaux propres et des dettes pose certaines difficultés, surtout dans le calcul de la valeur de marché de la dette. Pour la calculer, cette valeur de marché de la dette est égale aux remboursements actualisés, mais le manque d'informations sur l'échéancier de remboursement

et la difficulté de calculer le taux d'actualisation amènent souvent à une approximation de cette valeur de marché de la dette. Dès lors, l'utilisation de la valeur comptable de la dette au lieu de sa valeur marchande a été utilisée par plusieurs chercheurs en raison de la corrélation entre les deux valeurs (Perfect et Wiles, 1994).

Concernant la valeur de remplacement des actifs, et donc le dénominateur du ratio, les précédents auteurs ont chacun une méthode différente pour le calculer. Qu'on la calcule en additionnant la valeur comptable des actifs circulants et la valeur de remplacement des actifs immobilisés (Lindenberg et Ross, 1981 ; Skinner, 1993) ou que l'on utilise une modélisation micro-économique (Chung et Pruitt, 1994), cette valeur peut être très approximative. C'est surtout la valeur de remplacement des actifs immobilisés qui posent problème ici, car la valeur comptable est déjà donnée dans les bilans comptables. Dès lors, afin de diminuer cette difficulté, Chung et Pruitt (1994) ont considéré que la valeur comptable des actifs du bilan représente finalement une valeur acceptable du coût de remplacement des actifs du fait de la faiblesse de biais.

3.4.2 La rentabilité des actifs

Le second indicateur de performance qui sera utilisé lors de notre partie empirique est le ROA (*Return on Assets*) ou encore la rentabilité des actifs. C'est un ratio qui montre la capacité d'une entreprise à générer un bénéfice net avec le capital investi dans l'ensemble des actifs. Plus la rentabilité des actifs est élevée, plus la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices est élevée (Riyanto, 1999). L'analyse du ROA dans l'analyse financière a une signification très importante en tant que technique d'analyse financière complète. En d'autres mots, c'est un ratio de rentabilité qui vise à mesurer la capacité de l'entreprise, avec les capitaux investis dans les actifs utilisés, à générer des bénéfices.

Le ROA est l'un des ratios les plus populaires et utilisés dans l'analyse financière. Utilisé en 1919 par la société Du Pont comme le sommet de son système de triangle de ratio, il était alors appelé « retour sur investissement » et calculé comme suit : Bénéfice/ Total des actifs. Il formait un triangle avec deux autres ratios « *Profit Margin* » (Profit / Sales) et « *Capital Turnover Ratio* » (Sales / Total Assets) (Horrigan, 1968). L'importance et l'utilité de ce ratio peuvent être vues de trois manières différentes (Jewell et Mankin, 2011).

Premièrement, au moins une version du ratio est souvent utilisée dans les études de prédiction d'échec ou de faillite. Le Z-Score d'Altman (1968) incluait le ROA comme l'un de ses cinq facteurs utilisés pour prédire la faillite d'une entreprise en utilisant le ROA comme le bénéfice avant intérêts et impôts sur le total des actifs. Beaver (1966) a également utilisé le

ROA comme l'un des six ratios utilisés pour prédire la faillite d'une entreprise. La version du ROA dans l'étude de Beaver était le revenu net sur le total des actifs. Une étude portée sur 53 recherches antérieures de 1966 à 2002 qui a classé la popularité de tous les ratios financiers utilisés dans les études prédisant des faillites d'entreprises a démontré que le ROA (revenu net/actif total) était le ratio le plus courant dans toutes les études de prédiction d'échec. Cette étude incluait 53 études (Hossari et Rahman, 2005).

Ensuite, au moins une formule du ROA est présentée dans la plupart des manuels scolaires portés sur la gestion. En effet, ce ratio était le troisième le plus fréquemment présenté dans une étude portée sur ces livres de gestion. Il figurait dans 70 des 77 manuels recherchés. Les deux premiers ratios en tête de liste devant le ROA étaient le ratio de liquidation et le taux de rotation des stocks (Mankin et Jewell, 2010).

Enfin, la plupart des analystes utilisent souvent le ROA dans leur enquête sur la situation financière, la performance et les perspectives d'avenir d'une entreprise. Gibson (1987) a interrogé différents analystes financiers possédant la certification CFA (*Chartered Financial Analysts*) sur l'importance des ratios financiers. L'étude comprenait quatre versions différentes du ROA, et chaque version a été sélectionnée par au moins 90% des répondants titulaires du CFA comme une mesure primaire et importante de la rentabilité.

Cité deux paragraphes plus haut, l'étude de Mankin et Jewell (2010) a révélé que les auteurs ne sont pas spécialement d'accord sur la composition de ce ratio. En effet, sur les 70 ouvrages présentant le ROA, cette étude a montré qu'il existait onze façons différentes pour le calculer. Prêt de la moitié de l'échantillon calcule le ROA de la manière suivante $Roa = \frac{\text{Revenu}}{\text{Total des actifs}}$ et 15,71% le calcule en remplaçant le total des actifs par la moyenne des actifs totaux. Le reste des méthodes est moins significatif en termes de pourcentage, mais intègre généralement au numérateur des variables concernant les taxes et taux d'intérêt.

3.4.3 La rentabilité des capitaux propres

Le ratio qui mesure la rentabilité des capitaux propres (ROE) montre la mesure dans laquelle les entreprises gèrent leur propre capital (valeur nette). Ce ratio développé comme tel : $ROE = \frac{\text{Revenu}}{\text{Total des capitaux propres}}$ indique le pourcentage de profit réalisé par l'entreprise pour chaque unité monétaire investie dans la société. Il ne donne aucune indication quant à la distribution de dividendes aux actionnaires étant donné que cela dépend des décisions émanant de la direction. Cependant, il peut s'agir d'un bon indicateur concernant la capacité d'une entreprise à générer un rendement qui vaut le risque qu'un investissement peut amener

(Berman, Knight et Case, 2013). Ang (2001) indique que plus le ratio de rendement des capitaux propres augmente, plus la croissance des bénéfices augmente. Selon Sawir (2005), ce ratio indique la rentabilité du capital propre, c'est-à-dire qu'il montre l'utilisation de ce capital afin d'amener des revenus dans l'entreprise.

Les résultats économétriques suggèrent que la rentabilité retardée est un déterminant important des marges bénéficiaires actuelles (McDonald, 1999). Une autre étude a analysé les effets des facteurs tant nationaux qu'industriels sur le rendement des capitaux propres dans les secteurs des boissons et du tabac, de l'alimentation et des produits de consommation. Les données du panel ont couvert 129 entreprises de 1989 à 1995 dans 12 pays industrialisés. Il en est ressorti que les facteurs liés aux pays et à l'entreprise sont significativement importants pour expliquer la variation du rendement des capitaux propres dans les pays, mais pas de manière générale entre les pays ou le temps (Acheampong, 2000).

Porter (2005) a analysé plus de 30 industries et a constaté que les rendements des investissements sont fortement corrélés avec les rendements du portefeuille de l'industrie. En 2010, Circiumaru et al. ont étudié un échantillon de 73 entreprises roumaines et ont analysé si le rendement des ventes (ROS), le roulement des actifs et le levier financier influent sur le rendement des capitaux propres en effectuant une analyse économétrique par une régression linéaire. Une corrélation entre le ROS et le ROE a été trouvée, mais il n'a pas été observé que le rendement des ventes a un impact sur le ROE. D'autres résultats empiriques ont révélé qu'il existe une causalité réciproque significative entre les rendements boursiers et les flux de capitaux propres (Kim et Kim, 2010). En introduisant l'effet de rendement du dividende, une causalité significative a également été trouvée parmi les trois variables. Un article datant de 2013 a conclu que les rendements attendus ont baissé d'environ 3 points de pourcentage au cours des 40 dernières années et prévoyait que les rendements futurs des capitaux propres pourraient être inférieurs aux rendements réalisés dans le passé (Warusawitarana).

Dans l'ensemble, on peut conclure que le rendement des capitaux propres est un indicateur important dans l'analyse financière. De plus, il est important de considérer ce ratio non pas comme un indicateur isolé, mais aussi d'analyser comment ce ratio est associé aux changements d'autres caractéristiques de l'entreprise.

Partie empirique

Chapitre 4 Hypothèses

Suite à la revue de littérature, nous avons formulé une question principale de recherche. Afin de répondre à cette question, plusieurs sous-hypothèses viendront compléter cette partie afin d'arriver à une hypothèse finale.

Question principale:

Les entreprises familiales performent-elles mieux que les entreprises non familiales sur l'indice boursier S&P 500 ?

Nous avons vu dans la revue de la littérature que selon les critères établis, la performance des entreprises familiales ou non peut-être différente. Le but de cette partie sera de vérifier ou non les différents travaux, dont l'étude d'Andersen et Reeb (2003), qui ont conclu que les entreprises familiales performent mieux que les entreprises non familiales. Pour ce faire, nous allons procéder à une analyse économétrique avec trois indicateurs de performance financière.

La première sous-hypothèse nous servira à vérifier que la rentabilité des actifs (ROA) performe mieux dans le cas d'une entreprise familiale. Cette sous-hypothèse nous permettra d'avoir un premier aperçu pour notre question de recherche principale.

S-Ha: Le ROA performe mieux dans les entreprises familiales

Ensuite, nous allons analyser l'impact du type d'entreprise sur la rentabilité des capitaux propres (ROE) pour ensuite vérifier si les entreprises familiales performent mieux au niveau du ratio q de Tobin (1969).

S-Hb: Le ROE performe mieux dans les entreprises familiales

S-Hc: Le q de Tobin performe mieux dans les entreprises familiales

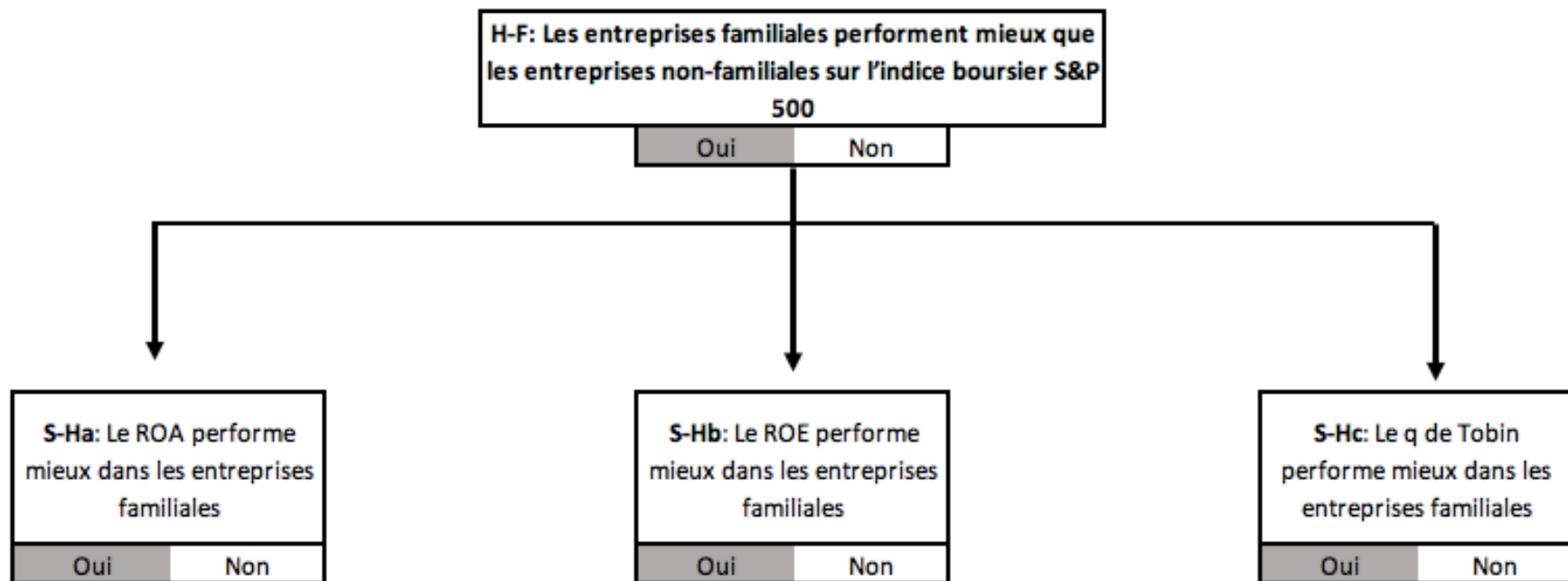
Enfin, ces trois hypothèses basées sur le ROA, ROE et Tobin's Q nous permettront de conclure sur la question principale et l'hypothèse finale suivante : les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales.

H-F: Les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non-familiales sur l'indice boursier S&P 500

En fonction du nombre de « oui » obtenu dans les sous-hypothèses, il nous sera possible de répondre à la question de recherche. En effet, si au moins deux « oui » sont obtenus dans les analyses, alors nous pourrions affirmer que les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales en termes de performance financière uniquement.

Figure 1 : Tableau général d'hypothèse

Le tableau suivant schématise les trois sous-hypothèses ainsi que l'hypothèse finale. Les entreprises familiales (non familiales) désignent les sociétés avec (sans) familles dans le conseil d'administration ou dans l'actionnariat.



Chapitre 5 Méthode

Afin d'examiner la relation entre la performance et le type d'entreprise familiale ou non, nous allons effectuer une analyse économétrique, grâce au logiciel *Eviews*, basée sur un modèle de régression linéaire qui nous permettra d'interpréter les résultats obtenus. Le reste de cette section comprend la description de l'échantillon, la spécification du modèle et les mesures des variables, dans cet ordre consécutif.

5.1 Description de l'échantillon

L'échantillon comprend 105 entreprises issues de l'indice boursier S&P 500. Cet indice américain est composé de 500 sociétés dominantes cotées sur le marché boursier des États-Unis. Sélectionnée par le comité de l'indice Standard and Poor's, les entreprises présentes dans cet indice agissent comme un indicateur important du marché des actions aux États-Unis (Bloomberg, n.a.). Le choix de cet indice pour sélectionner mes entreprises s'est fait suite à l'importance des critères d'admissions à l'indice S&P 500. En effet, différentes conditions telles que la viabilité de la société ou encore une capitalisation boursière supérieure à 4 milliards de dollars me permettent d'avoir des données suffisamment plausibles et intéressantes à étudier. De plus, les données sont accessibles en grandes quantités ce qui a facilité leur récolte.

Les données ont été téléchargées pour chaque entreprise via un terminal Bloomberg du 31 décembre 2011 au 31 décembre 2017. Nous avons exclu les services financiers de notre échantillon dû à la difficulté de calculer le Tobin's q (Tobin J., 1969) et de l'impact des réglementations gouvernementales sur la performance de ce secteur. Les différentes variables ont été calculées grâce aux données téléchargées de Bloomberg. Les différentes variables telles que l'association au caractère familiale, la nature du CEO ou encore la composition du conseil d'administration ont été manuellement collectées à travers différents sites d'informations financières afin de multiplier et de vérifier les données. Provenant de 2011 à 2017, nous avons exactement 735 observations réparties en 105 entreprises.

Comme présenté dans le tableau 1, on remarque que les entreprises familiales sont présentes en nombre, tous secteurs confondus. En effet, 37,14% de l'échantillon a un caractère familial tandis que 62,86% ne possèdent pas les caractéristiques d'une entreprise familiale. De plus, 56% des secteurs de l'échantillon ont la présence d'au moins une entreprise familiale ce qui corrobore ce que nous avons trouvé dans la revue de la littérature.

Tableau 1 : Nombre et pourcentage de sociétés familiales et non familiales par industrie.
(n=105)

Les entreprises familiales (non familiales) désignent les sociétés avec (sans) familles dans le conseil d'administration ou dans l'actionnariat. Le pourcentage d'entreprises familiales dans l'industrie est calculé en divisant le nombre d'entreprises familiales par le nombre total d'entreprises.

Nombre et pourcentage d'entreprises familiales ou non familiales par industrie			
N=105			
Description de l'industrie	Entreprises non familiales	Entreprises familiales	% d'entreprises familiales dans l'industrie
Publicité	1	1	50,0
Aérospatial et Défense	2	0	0,0
Fret aérien et logistique	2	1	33,3
Vêtements, accessoires et produits de luxe	1	1	50,0
Fabricants d'automobiles	3	2	40,0
Biotechnologie	0	1	100,0
Produits de construction	0	1	100,0
Câble et Satellite	1	3	75,0
Casinos et jeux	1	0	0,0
Matériel de communication	0	1	100,0
Ingénierie de construction	2	1	33,3
Cuivre	0	1	100,0
Commerce de détail	1	0	0,0
Utilitaires électriques	6	1	14,3
Engrais et produits chimiques agricoles	1	0	0,0
Magasins de marchandises diverses	1	0	0,0
Services de santé	5	3	37,5
Construction de maisons	1	0	0,0
Hôtels, Resorts et Croisières	2	0	0,0
Produits ménagers	1	1	50,0
Articles ménagers et spécialités	1	0	0,0
Producteurs indépendants d'énergie et négociants en énergie	1	0	0,0
Conglomérats industriels	2	0	0,0
Machinerie industrielle	0	1	100,0
Internet et Marketing Direct Retail	0	2	100,0

Services de télécommunication intégrés	2	0	0,0
Logiciels et services Internet	3	3	50,0
Conseil en IT et autres services	1	0	0,0
Soins de santé	2	1	33,3
Conteneurs en métal et en verre	1	0	0,0
Fabricants de moto	1	1	50,0
Multi-Utilité	4	0	0,0
Équipements et services pétroliers et gaziers	5	3	37,5
Aliments emballés et viandes	2	1	33,3
Emballage de papier	1	0	0,0
Chemins de fer	0	1	100,0
Services de recherche et de consultation	0	1	100,0
Médicaments	1	2	66,7
Services immobiliers	1	0	0,0
Restaurants	1	0	0,0
FPI de détail	1	3	75,0
Semi-conducteurs	1	0	0,0
Produits chimiques spécialisés	0	1	100,0
Matériel informatique, stockage et périphériques	0	1	100,0
Boissons non alcoolisées	2	0	0,0
Pneus et caoutchouc	1	0	0,0
Sociétés commerciales et distributeurs	1	0	0,0

5.2 Détermination du caractère familial

L'identification des entreprises familiales était la tâche la plus importante et la plus laborieuse de notre panel de données. En effet, il a fallu fouiller l'historique de chaque société individuellement pour retracer d'une part l'actionnariat, mais de l'autre l'origine du CEO de l'entreprise. Si des membres de la famille sont présents dans le conseil d'administration ou si on relève un lien de parenté entre la famille fondatrice et le CEO, alors nous considérons l'entreprise comme familiale. Pour les sociétés plus récentes et dont le fondateur est toujours à la tête de l'entreprise tel que Facebook, nous avons considéré directement que l'entreprise était familiale sans pour autant nous intéresser à son actionnariat. Pour les entreprises plus anciennes, nous avons dû rechercher sur internet les différentes familles ainsi que leurs descendance pour obtenir un résultat le plus proche de la réalité.

5.3 Les indices de performance

Concernant nos principales mesures de performances, nous avons préféré choisir l'aspect financier. Dès lors, nous avons choisi trois différentes mesures de performances financières.

La première se base la rentabilité des actifs. Le ROA (*Return On Assets*) est calculé en divisant le résultat net par le total des actifs. Nous avons donc collecté le résultat net comptable ainsi que le total des actifs que nous retrouvons dans les bilans des sociétés afin d'arriver à la formule suivante :

$$ROA = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Total des actifs}}$$

Nous avons utilisé cette mesure de performance, car elle nous permet de savoir si l'entreprise utilise correctement ses ressources, de manière à générer un bénéfice (Cerrada et al., 2011).

Ensuite, nous nous sommes intéressés à la rentabilité des capitaux propres. Le ROE (*Return On Equity*) est calculé en divisant le résultat net par le total des capitaux propres. De la même manière que le ROA, nous avons collecté via le terminal Bloomberg les différentes données comptables nous permettant d'arriver à la formule suivante :

$$ROE = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Total des capitaux propres}}$$

Grâce à la facilité de téléchargement des données comptables sur le terminal Bloomberg, nous avons pu facilement calculer ce ratio financier pour notre échantillon d'entreprises. La rentabilité des capitaux propres mesure la rentabilité exprimée par rapport aux capitaux investis dans l'entreprise; il détermine donc la rentabilité des capitaux propres et l'aptitude de la société à rentabiliser les capitaux émis par les actionnaires. De plus, ce ratio démontre l'aptitude d'une entreprise à rémunérer les actionnaires qui ont émis ces capitaux.

La dernière mesure de performance que nous souhaitons analyser est le q de Tobin. Cela nous permet un autre style de ratio. En effet, le ROA et ROE sont des mesures de profitabilité tandis que le q de Tobin peut également être utilisé comme une mesure du capital immatériel de l'entreprise, car il prend en compte la valeur boursière de l'entreprise. Ce ratio

qui est le rapport entre la valeur boursière de l'entreprise et sa valeur de remplacement du capital fixe est un indice très utilisé dans les différentes études sur la performance des entreprises.

$$q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valeur boursière de l'entreprise}}{\text{Valeur de remplacement des actifs}}$$

5.4 Les variables de contrôle

Cette partie nous permet d'expliquer les différentes variables de contrôle qui sont analysées dans cette étude. Pour quantifier la taille de l'entreprise (**firm size**), nous avons utilisé le logarithme naturel de la valeur comptable du total des actifs. La variable « opportunités de croissances » (**growth opportunities**) est mesurée comme le rapport entre les dépenses en recherches et développements et le montant total des ventes. Nous contrôlons la dette de la société (**Lt debts/ total assets**) par le rapport entre le total des dettes à long terme et le total des actifs. L'âge de la société (**firm age**) est également calculé par le logarithme naturel du nombre d'années écoulées depuis sa création. Nous intégrons également une variable basée sur la rémunération du CEO (**CEO Equity Based Pay**), qui est définie comme la rémunération à base d'actions (nouvelles options) divisée par la somme de toutes les rémunérations (actions, salaire et bonus éventuel). Toutes les données précédentes ont été collectées de 2011 à 2017 pour chaque entreprise sur un terminal Bloomberg.

Ci-dessous, voici un récapitulatif du calcul de chaque variable de contrôle :

- Taille de l'entreprise : ***Firm size = Ln (Total des actifs)***

Dans un premier temps, nous avons choisi de prendre la taille de l'entreprise comme variable de contrôle, car nous pensons qu'elle peut impacter la performance d'une société. On retrouve tout type de taille dans l'échantillon bien qu'il existe un seuil minimal de possession d'actifs pour pouvoir entrer dans l'indice S&P 500. Dans la partie suivante qui présente les résultats, cette variable est appelée ***Firm size*** mais il faut bien évidemment l'analyser comme ***log(firm size)***.

- Opportunités de croissance : ***Growth opportunities = \frac{R\&D}{Total des ventes}***

Ensuite, nous avons trouvé intéressant de prendre une variable qui se trouve dans la continuité de la variable taille de l'entreprise. En effet, nous avons contrôlé dans un premier temps les actifs des entreprises, ici nous nous intéressons avec cette variable aux opportunités

de croissance que peuvent avoir les entreprises. En effet, nous voulons analyser le fait que les entreprises qui investissent plus en recherche et développement obtiennent des performances meilleures dans les entreprises familiales ou non.

- **Dette de la société : *Debts*** =
$$\frac{\text{Dettes à long terme}}{\text{Total des actifs}}$$

La troisième variable quant à elle repose sur la capacité des types d'entreprises à fonctionner avec un effet de levier ou pas. Nous voulons voir si le taux d'endettement entre les différentes entreprises est important dans la performance financière d'une entreprise. Par cette variable, nous pourrions vérifier l'impact de l'endettement entre les entreprises familiales ou non.

- **Âge de l'entreprise : *Firm age*** = **Nombre d'années depuis sa création**

L'âge de l'entreprise, qui n'est pas un critère spécifique d'admission à l'indice S&P500 sera utilisé comme variable de contrôle afin de vérifier l'importance de son ancienneté dans la performance. En effet, nous avons des entreprises très anciennes dans l'échantillon, tel que Colgate qui a été créé en 1808, ainsi que des entreprises assez jeunes qui viennent de faire leur entrée ces dernières années dans l'indice. Par exemple, nous avons sélectionné dans notre échantillon l'entreprise Twitter qui est rentrée en 2006 dans le S&P 500.

- **Rémunération du CEO : *CEO Equity Based Pay*** =
$$\frac{\text{Rémunération à base d'actions}}{\Sigma \text{rémunérations}}$$

La dernière variable de contrôle utilisée est basée sur la rémunération du dirigeant. Nous avons choisi cette variable du fait des recherches effectuées par Anderson et Reeb en 2003. En effet, cette variable qui intègre toutes les rémunérations nous permet de savoir s'il cela impacte les performances d'une entreprise. Pour le calcul, nous nous sommes basés sur l'étude d'Anderson et Reeb qui reprend toutes les rémunérations possibles.

5.5 Le déroulement

Notre échantillon comprend 105 entreprises observées de 2011 à 2017 ce qui nous donne un total de 735 données. Nous avons donc à faire à des données de panel, ce qui veut dire que nos données comprennent plusieurs observations au cours du temps pour un même individu statistique. Le point fondamental dans des données de panel est qu'il y a deux dimensions, à savoir l'individuelle et la temporelle. En utilisant les données de panel, on prend en compte à la fois les variations entre individus, mais également entre les périodes.

Dans un premier temps, nous avons fait une régression linéaire multiple qui prend en compte toutes les variables indépendantes afin de se donner une idée du modèle et de la significativité de chaque variable. Nous avons également effectué une régression linéaire simple avec la variable binaire (*Family_firm*) qui prend en compte le fait qu'une entreprise est familiale ou non. Ces régressions ont été effectuées pour les trois variables dépendantes différentes.

Ensuite, comme expliqué précédemment, nous nous sommes concentré sur l'effet de panel et nous avons donc effectué une régression panel. Nous avons deux méthodes, les effets fixes et les effets aléatoires pour les individus et le temps. Cependant, étant donné que nous avons la variable binaire (*Family_firm*) qui ne change pas dans le temps, elle reste donc constante et nous ne pouvons dès lors pas choisir l'effet fixe pour les individus.

Finalement, nous avons estimé toutes les spécifications possibles tout en tenant compte de divers problèmes économétriques qui peuvent venir à nous tels que la présence de multicollinéarité ainsi que de l'hétéroscédasticité.

Chapitre 6 Résultats

6.1 Résumé des statistiques

Les différents tableaux suivants fournissent des statistiques récapitulatives générales pour les données utilisées dans notre analyse. Ensuite, nous analyserons au cas par cas les variables dépendantes. Comme cité auparavant, l'ensemble des données comprend 105 entreprises présentes dans le S&P 500 allant de 2011 à 2017. Pour le tableau 3, les entreprises familiales (non familiales) désignent les sociétés avec (sans) familles dans le conseil d'administration ou dans l'actionnariat. Le calcul des différentes variables est expliqué dans le point 5.3 (**les variables de contrôle**).

Le tableau 2 présente un résumé global des statistiques de l'échantillon. On peut observer que nos données représentent à la fois de très anciennes et de nouvelles entreprises. Étant donné qu'il y a un certain seuil en termes de capitalisation boursière pour pouvoir rentrer dans l'indice S&P 500, la taille de l'entreprise reste similairement la même bien que certaines entreprises de l'échantillon possèdent un total d'actifs très important. Concernant les trois performances financières analysées, on remarque qu'elles varient énormément et que l'écart est important entre le maximum et le minimum observé.

Tableau 2 : Résumé des statistiques de l'échantillon total

	Moyenne	Milieu	Écart type	Max	Min
Firm age (years)	68,10	57,00	47,65	225,00	3,00
Firm size (Ln Total assets) (\$000,000)	9,99	10,01	1,14	13,00	6,73
LT Debts/ Total assets (%)	27,17	25,53	15,67	149,52	1,47
CEO EquityBased Pay (%)	55,30	58,11	21,44	100,00	0,00
Growth opportunities (%)	3,79	0,00	10,39	113,64	0,00
ROA (%)	6,19	5,63	10,89	241,63	-40,60
ROE (%)	28,74	15,58	71,55	799,77	-110,70
Tobins'q	5,50	2,69	17,51	231,95	-102,78

Le tableau 3 quant à lui nous permet d'observer les différences de moyennes entre les sociétés familiales et non familiales. Les moyennes sont semblables entre les types d'entreprises pour la taille de l'entreprise, la rémunération de l'entreprise, la taille de la dette et les opportunités de croissance. Cependant on peut observer un écart pour l'âge de l'entreprise ou celles familiales sont généralement plus récentes, ce qui peut s'expliquer par le fait que les jeunes entreprises sont toujours sous le contrôle du fondateur ou que l'actionnariat ne s'est pas encore dilué. Les trois mesures de performance démontrent une différence de moyenne entre les entreprises familiales et non familiales. Les résultats que nous obtenons sont consistants avec les résultats des études d'auteurs précédents. Cependant, on observe une différence de résultat pour les indicateurs financiers où nous retrouvons une meilleure moyenne de performance pour les entreprises non familiales.

Tableau 3 : Différence de moyennes

	Non familiale	Familiale
Firm_age (years)	89,59	51,97
Firm_size (Ln Total assets) (\$000,000)	10,25	9,87
LT Debts/ Total assets (%)	27,07	26,15
CEO_EquityBased_Pay (%)	54,07	55,88
Growth_opportunities (%)	54,07	55,88
ROA (%)	7,63	5,64
ROE (%)	33,25	27,50
Tobins_q	14,89	12,26

Le tableau 4 fournit une matrice de corrélation et de multicolinéarité entre les variables de contrôle. Dans une matrice de corrélation, on recherche s'il y a une liaison entre deux variables et au plus le coefficient se rapproche de 1 ou -1 au plus la corrélation linéaire entre les variables est forte. Une corrélation égale ou proche de 0 signifie que les variables ne sont pas corrélées linéairement. Dans un premier temps, nous nous concentrons sur les trois premières colonnes qui nous permettent de vérifier s'il existe une corrélation entre les trois variables X (indicateurs de performances) et les variables de contrôles. Il existe une légère corrélation entre les dettes de l'entreprise et la performance d'une entreprise, mais le coefficient qui se situe entre 0,12 et 0,27 reste très léger. Concernant les autres variables, on observe qu'il

n'existe pas de réelle liaison avec les trois variables X (ROA, ROE, Tobins' q). En effet, les coefficients sont généralement très proches de 0. La deuxième partie de cette analyse concerne les cinq dernières colonnes. On cherche ici, via la multicollinéarité, à vérifier s'il existe une relation entre les variables de contrôles. En effet, il se peut dans tout modèle que les variables s'influencent entre elles et amènent à de faibles résultats. Ici on remarque qu'il n'y a pas ou presque de présence de multicollinéarité, car les coefficients ne sont pas proches de 1 ou -1. Néanmoins, on remarque une légère relation entre le fait que la société possède un CEO fondateur et son âge. Cela peut s'expliquer par le fait qu'au plus une entreprise est jeune, au plus il y a des chances que le fondateur soit toujours à la tête de cette entreprise. Une dernière analyse de ce tableau nous permet de vérifier s'il y a une corrélation entre les trois indicateurs performances. Seuls le ROE et le q de Tobin ont un coefficient supérieur à 0,5, ce qui nous permet de dire qu'il existe une légère corrélation entre ces deux variables X.

Tableau 4 : Corrélation entre les variables

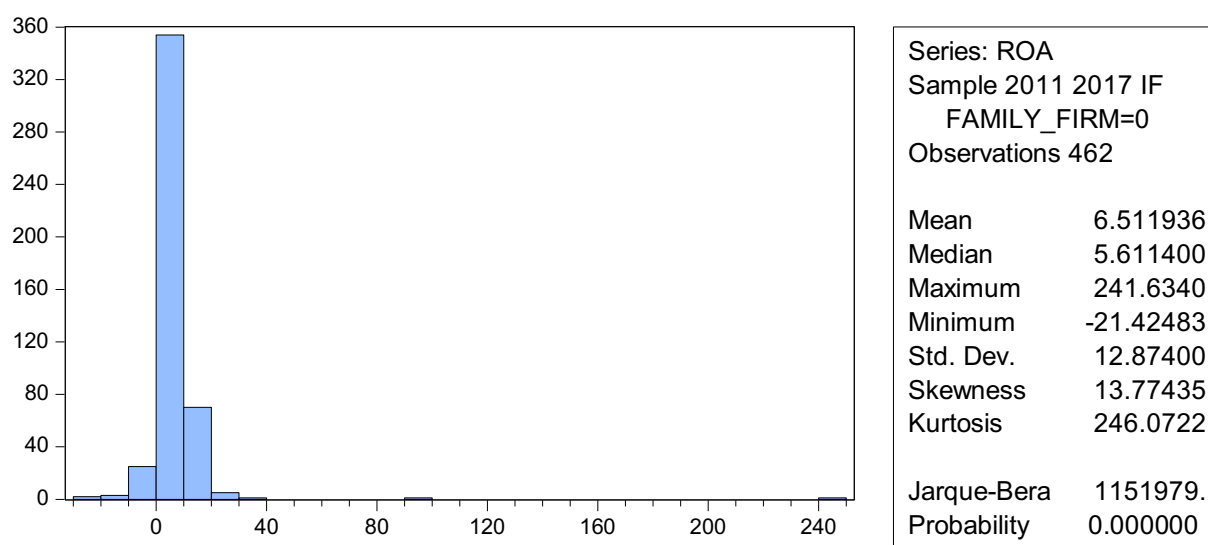
	ROA	ROE	Tobins'q	LT Debts/ Total assets	firm size	Firm age	Founder ceo	ceo equity based pay
ROA	1,00000	0,21774	0,03794	0,23258	-0,07363	0,06000	-0,02646	0,00022
ROE	0,21774	1,00000	0,54401	0,27804	-0,15022	0,05096	0,01521	-0,05635
Tobins'q	0,03794	0,54401	1,00000	0,12433	-0,11751	-0,00924	0,06571	-0,02570
LT Debts/ Total assets	0,23258	0,27804	0,12433	1,00000	-0,09840	-0,02862	-0,03598	-0,11189
firm size	-0,07363	-0,15022	-0,11751	-0,09840	1,00000	0,20380	-0,06025	0,07169
Firm age	0,06000	0,05096	-0,00924	-0,02862	0,20380	1,00000	-0,38890	-0,04883
Founder ceo	-0,02646	0,01521	0,06571	-0,03598	-0,06025	-0,38890	1,00000	-0,06200
ceo equity based pay	0,00022	-0,05635	-0,02570	-0,11189	0,07169	-0,04883	-0,06200	1,00000

6.1.1 Le ROA

Dans les tableaux 5 et 6, nous avons séparé les entreprises dites familiales des non familiales de manière à analyser les différences sur le ratio de rendement des actifs. La moyenne (*Mean*) est plus importante dans les entreprises familiales (6,51) que les entreprises non familiales (5,64). À partir du moment où le ROA est supérieur à un, cela indique que le résultat net est supérieur au total des actifs. Par conséquent, la moyenne des deux types d'entreprises est excellente avec une légère tendance supérieure pour les entreprises familiales. La médiane

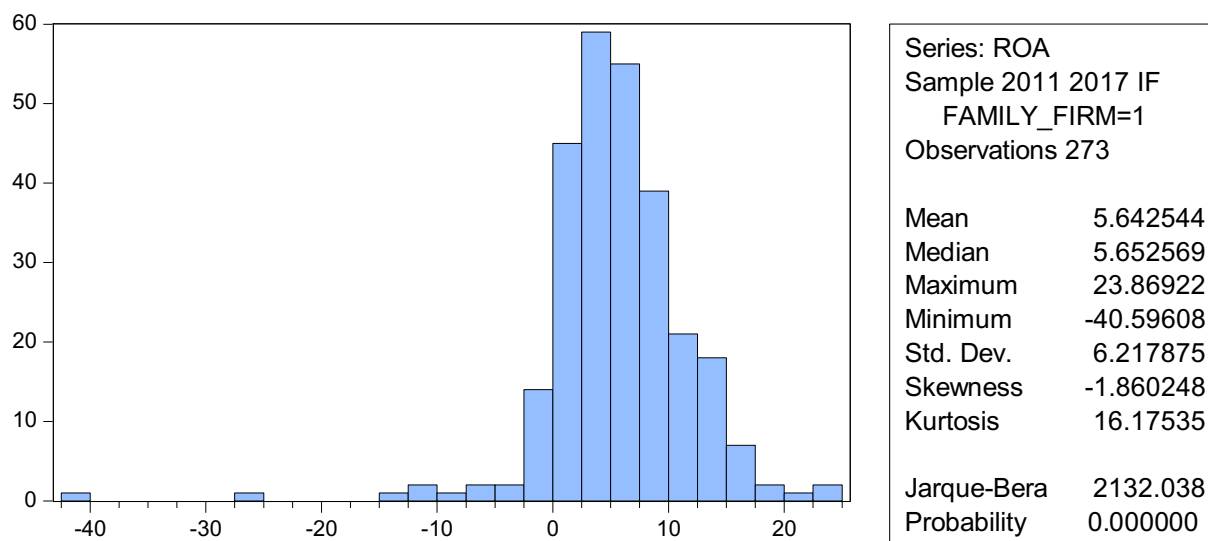
(*Median*), qui partage la série statistique en deux groupes de même effectif, est sensiblement la même (5,61 et 5,65) avec un léger avantage pour les sociétés familiales de nouveau. Concernant le maximum, on observe pour les entreprises non familiales qu'il est largement supérieur et atteint même des extrêmes avec plus de 240% de ROA comparé à un maximum de 23,86% pour les entreprises familiales.

Tableau 5 : Statistiques descriptives et histogramme du ROA des entreprises non familiales



Les minimums quant à eux sont plus ou moins de même ordre pour les entreprises non familiales et familiales avec -21,42 et -40,59 respectivement. Un écart-type faible signifie que les valeurs, dans un ensemble de données statistiques, sont proches de la moyenne de l'ensemble de données alors qu'un écart-type important signifie que les valeurs dans l'ensemble de données sont plus éloignées de la moyenne. On peut remarquer que l'écart-type est plus important dans le cas des entreprises non familiales et ceci est probablement dû aux données extrêmes que l'on retrouve dans le graphique du tableau 5. Concernant le Skewness qui nous donne l'étirement des données, on remarque qu'il est positif pour les entreprises non familiales ce qui veut dire que les données sont plutôt concentrées dans un même intervalle. À l'inverse, le Skewness des entreprises familiales est négatif et on remarque bien que les données sont étirées. Pour le Kurtosis, il est positif dans les deux cas bien qu'il soit plus important pour les entreprises non familiales. Cela nous indique que les données ne sont pas aplaties et on l'aperçoit fortement dans le tableau 5.

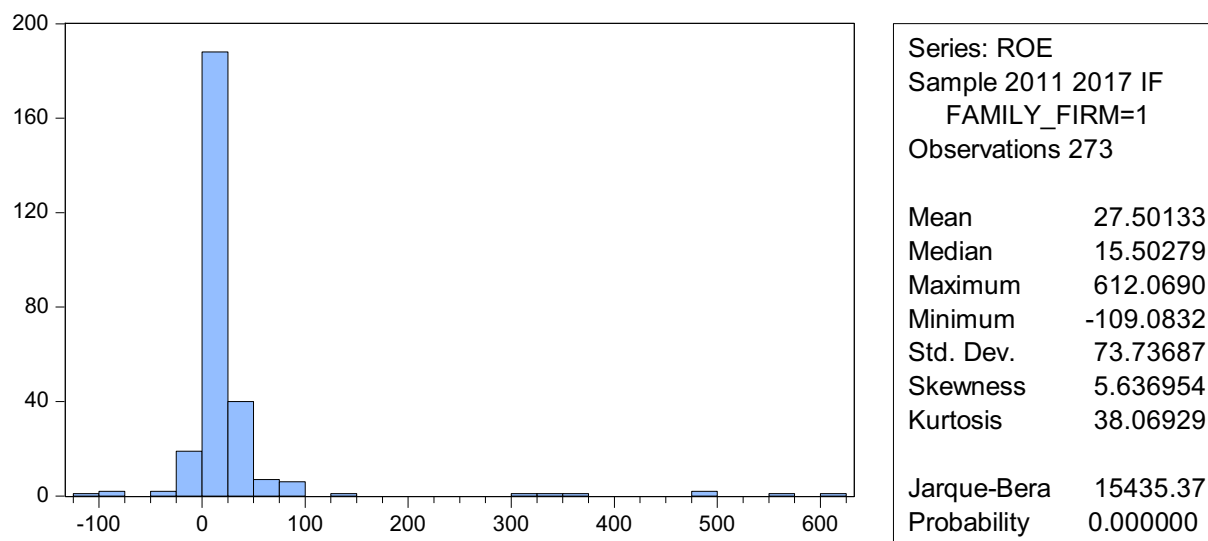
Tableau 6 : Statistiques descriptives et histogramme du ROA des entreprises familiales



6.1.2 Le ROE

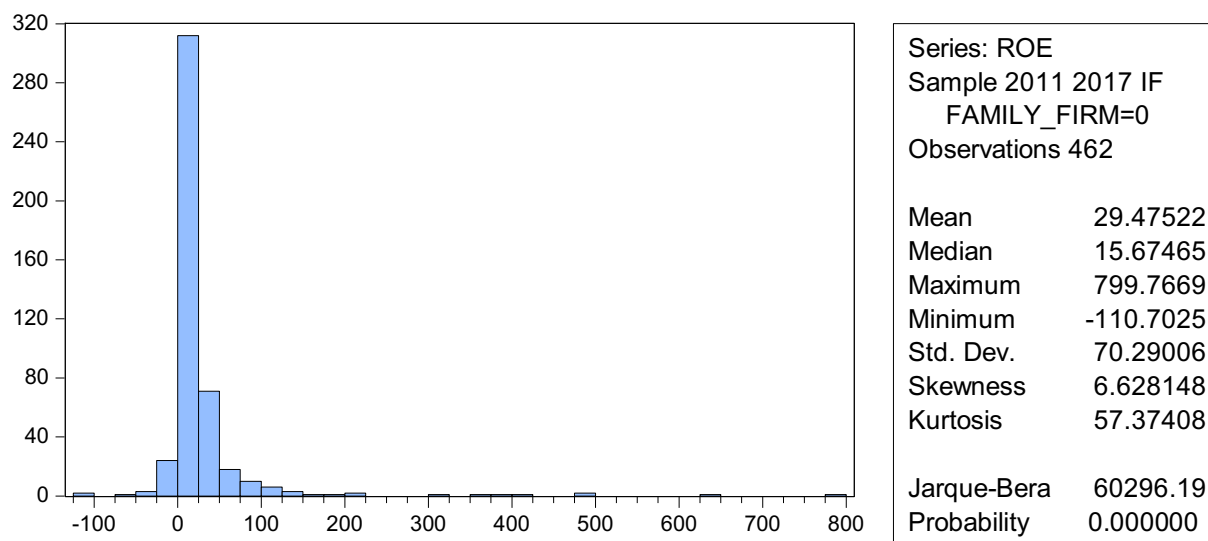
Dans les tableaux 7 et 8, nous avons séparé les entreprises dites familiales des non familiales de manière à analyser les différences sur le ratio de rendement des capitaux propres. La moyenne (*Mean*) est moins importante dans les entreprises familiales (27,50) que les entreprises non familiales (29,47). À partir du moment où le ROE est supérieur à un, cela indique que le résultat net est supérieur au total des capitaux propres. Par conséquent, la moyenne des deux types d'entreprises est excellente avec une légère tendance supérieure pour les entreprises non familiales. La médiane (*Median*), qui partage la série statistique en deux groupes de même effectif, est sensiblement la même (15,50 et 15,67) avec un léger avantage pour les sociétés non familiales de nouveau.

Tableau 7 : Statistiques descriptives et histogramme du ROE des entreprises familiales



Concernant le maximum, on observe pour les entreprises non familiales qu'il est largement supérieur et atteint même des extrêmes avec près de 800% de ROE comparé à un maximum de 612,06% pour les entreprises familiales. Les minimums quant à eux sont plus ou moins de même ordre pour les entreprises non familiales et familiales avec -110 et -109 respectivement. Un écart-type faible signifie que les valeurs, dans un ensemble de données statistiques, sont proches de la moyenne de l'ensemble de données alors qu'un écart-type important signifie que les valeurs dans l'ensemble de données sont plus éloignées de la moyenne de l'ensemble de données. On peut remarquer que l'écart-type est plus important dans le cas des entreprises familiales. Comme on peut l'apercevoir dans le graphique du tableau 7, le ROE des entreprises familiales est présent en nombre dans des valeurs plus éloignées que la moyenne ce qui expliquerait un grand écart-type. Concernant le Skewness qui nous donne l'étirement des données, on remarque qu'il est positif pour les deux types d'entreprises et qu'il est sensiblement le même. Étant donné qu'il est positif, cela veut dire que les données ne sont pas fortement étirées. Pour le Kurtosis, il est positif dans les deux cas et est également sensiblement le même. Cela nous indique que les données ne sont pas aplaties et on l'aperçoit fortement dans les tableaux 7 et 8 où le ROE est compris aux alentours de 0.

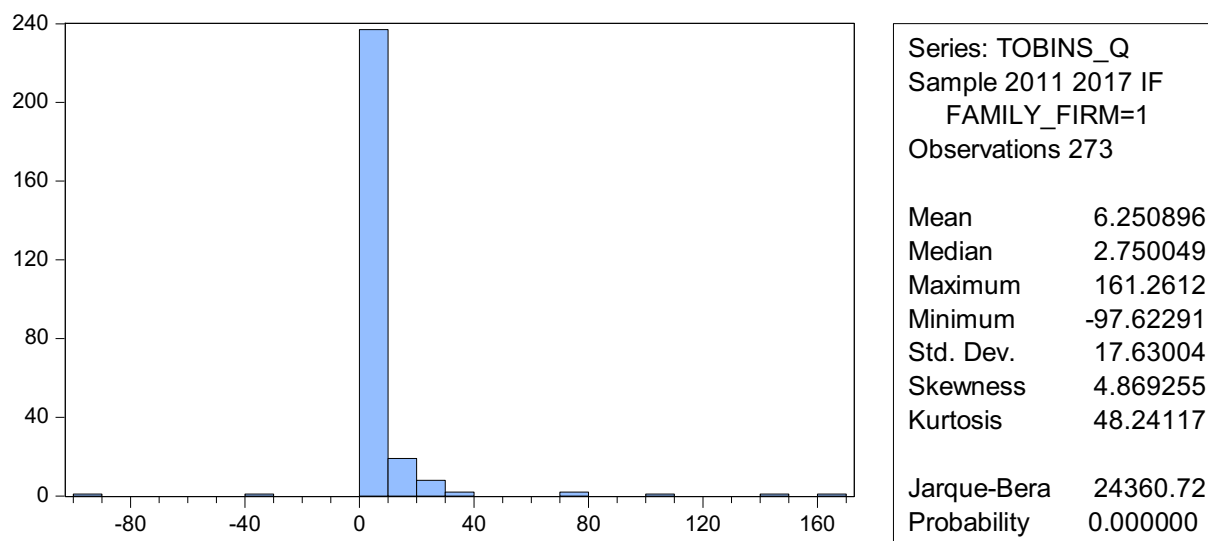
Tableau 8 : Statistiques descriptives et histogramme du ROE des entreprises non familiales



6.1.3 Le q de Tobin

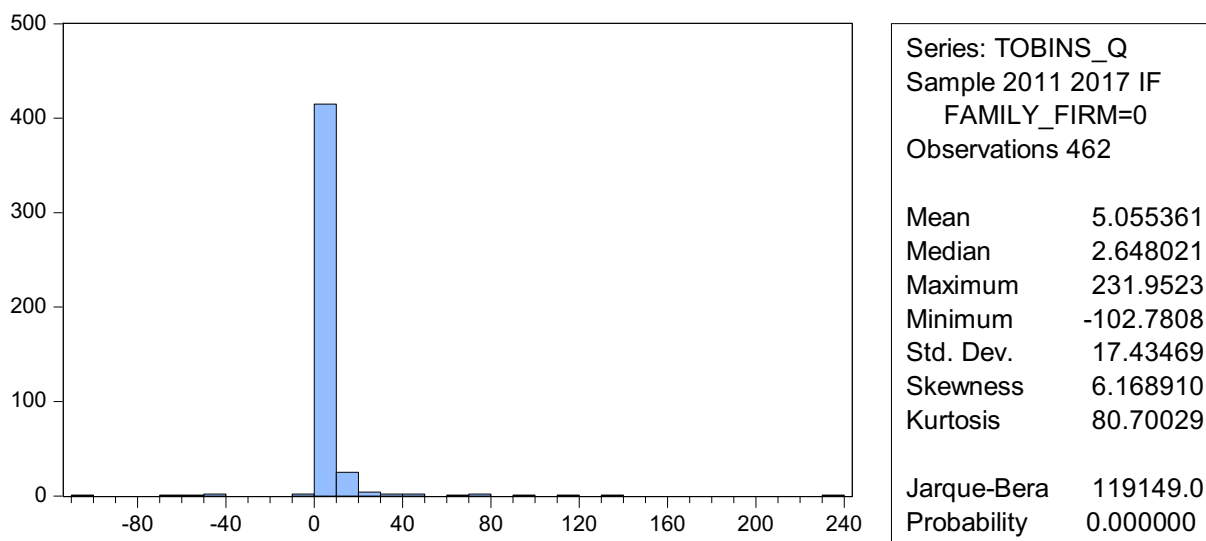
Dans les tableaux 9 et 10, nous avons séparé les entreprises dites familiales des non familiales de manière à analyser les différences sur le ratio du q de Tobin qui est un rapport entre la valeur de marché (valeur boursière) d'une entreprise et la valeur économique de l'actif, par conséquent sa valeur de remplacement des actifs. La moyenne (*Mean*) est plus importante dans les entreprises familiales (6,25) que les entreprises non familiales (5,05). À partir du moment où le q de Tobin est supérieur à un, cela signifie que l'entreprise a intérêt à investir, car l'augmentation de la valeur boursière sera supérieure au montant investi. Dans le cas inverse, où le q de Tobin est inférieur à 1, cela signifie que l'entreprise aura du mal à lever des fonds pour investir et donc augmenter les dividendes qu'elle versera à ses actionnaires. Par conséquent, la moyenne des deux types d'entreprises est excellente avec une légère tendance supérieure pour les entreprises familiales. La médiane (*Median*), qui partage la série statistique en deux groupes de même effectif, est sensiblement la même (2,75 et 2,64) avec un léger avantage pour les sociétés familiales de nouveau.

Tableau 9 : Statistiques descriptives et histogramme du q de Tobin des entreprises familiales



Concernant le maximum, on observe pour les entreprises non familiales qu'il est largement supérieur et atteint même des extrêmes avec près de 800% de ratio comparé à un maximum de 161,26% pour les entreprises familiales. Les minimums quant à eux sont plus ou moins de même ordre pour les entreprises non familiales et familiales avec -110 et -97,62 respectivement. Un écart-type faible signifie que les valeurs, dans un ensemble de données statistiques, sont proches de la moyenne de l'ensemble de données alors qu'un écart-type important signifie que les valeurs dans l'ensemble de données sont plus éloignées de la moyenne de l'ensemble de données. On peut remarquer que l'écart-type est plus important dans le cas des entreprises non familiales. Pour le q de Tobin, on remarque que le Skewness est positif dans les deux types d'entreprises ce qui veut dire que les données ne sont pas étirées. Pour le Kurtosis, il est positif dans les deux cas bien qu'il soit également plus important pour les entreprises non familiales. Cela nous indique que les données ne sont pas aplaties. On peut d'ailleurs l'observer dans les deux tableaux du q de Tobin.

Tableau 10 : Statistiques descriptives et histogramme du q de Tobin des entreprises non familiales



6.1.4 Conclusion

Grâce à cette partie statistique descriptive, nous pouvons déjà conclure que la plupart des entreprises présentes dans l'indice S&P 500 performant bien. En effet, la moyenne des trois indicateurs financiers est supérieure à 1 et est même relativement élevée. Si l'on se base sur cette partie, on peut conclure que les entreprises familiales performant mieux en termes de ROA et de q de Tobin où à l'inverse, ce sont les entreprises non familiales qui performant mieux en termes de rendement sur capitaux propres. On remarque également qu'il y a un grand écart entre les valeurs extrêmes pour les trois ratios. En effet, on atteint dans cet échantillon un ROA de plus de 240% et un ROE de près de 800%. Néanmoins, cela ne nous permet pas encore de répondre à notre question de recherche afin de savoir quels types d'entreprises performant mieux.

6.2 Régressions linéaires simples

Dans cette partie, nous allons nous attarder la régression linéaire simple qui ne prend en compte qu'une seule variable explicative. Dans les trois tableaux suivants (11, 12 et 13), la variable explicative sera la variable binaire « *Family_firm* » qui nous renseigne sur le type d'entreprise.

Dans les trois modèles suivants, on remarque que la variable « *Family_firm* » n'est pas du tout significative. On ne peut donc pas affirmer avec un intervalle de confiance de 95% que le fait qu'une entreprise soit familiale ou non ait un impact significatif sur les indicateurs de performance. De plus, les différents r carrés nous indiquent que la proportion de la variation des indicateurs financiers qui sont expliqués par les modèles sont très faible, voire nulles pour les trois régressions.

Tableau 11 : Régression linéaire simple pour le ROA

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 07/15/18 Time: 16:35
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 105
Total panel (balanced) observations: 735
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.511936	0.971028	6.706227	0.0000
FAMILY_FIRM	-0.869392	1.190241	-0.730434	0.4654
R-squared	0.001490	Mean dependent var	6.189019	
Adjusted R-squared	0.000128	S.D. dependent var	10.89033	
S.E. of regression	10.88963	Akaike info criterion	7.616217	
Sum squared resid	86922.18	Schwarz criterion	7.628734	
Log likelihood	-2796.960	Hannan-Quinn criter.	7.621045	
F-statistic	1.093760	Durbin-Watson stat	0.945207	
Prob(F-statistic)	0.295984			

Tableau 12 : Régression linéaire simple pour le ROE

Dependent Variable: ROE
Method: Panel Least Squares
Date: 07/15/18 Time: 16:36
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 105
Total panel (balanced) observations: 735
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	29.47522	6.874154	4.287832	0.0000
FAMILY_FIRM	-1.973888	10.32415	-0.191191	0.8484
R-squared	0.000178	Mean dependent var	28.74206	
Adjusted R-squared	-0.001186	S.D. dependent var	71.54604	
S.E. of regression	71.58846	Akaike info criterion	11.38246	
Sum squared resid	3756557.	Schwarz criterion	11.39498	
Log likelihood	-4181.055	Hannan-Quinn criter.	11.38729	
F-statistic	0.130460	Durbin-Watson stat	0.538092	
Prob(F-statistic)	0.718060			

Tableau 13 : Régression linéaire simple pour le q de Tobin

Dependent Variable: TOBINS Q
Method: Panel Least Squares
Date: 07/15/18 Time: 16:35
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 105
Total panel (balanced) observations: 735
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.055361	1.103968	4.579265	0.0000
FAMILY FIRM	1.195535	1.942197	0.615558	0.5384
R-squared	0.001090	Mean dependent var		5.499417
Adjusted R-squared	-0.000272	S.D. dependent var		17.50505
S.E. of regression	17.50744	Akaike info criterion		8.565846
Sum squared resid	224672.0	Schwarz criterion		8.578362
Log likelihood	-3145.948	Hannan-Quinn criter.		8.570673
F-statistic	0.800197	Durbin-Watson stat		1.551111
Prob(F-statistic)	0.371328			

6.3 Régressions linéaires multiples

Après la matrice de corrélation et les statistiques descriptives, nous voici à la troisième étape de notre analyse. Nous avons dans un premier temps réalisé une régression linéaire multiple de base sur les trois variables X. C'est une régression linéaire multiple basique qui ne tient pas en compte l'effet de panel. En effet, nous avons ajouté toutes les variables de contrôles dans notre modèle afin de voir les variables significatives, c'est-à-dire celles avec un coefficient de probabilité inférieur ou proche de 0,05. Les tableaux 14, 15 et 16 sont donc des régressions linéaires multiples incluant toutes les variables calculées dans notre base de données.

Tableau 14 : Régression linéaire multiple pour le ROA

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 07/15/18 Time: 16:18
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 105
Total panel (balanced) observations: 735

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.315279	3.751232	1.683521	0.0927
FAMILY FIRM	-0.654169	1.006561	-0.649906	0.5160
LT_DEBTS_TOTAL_ASSETS	0.161169	0.025228	6.388504	0.0000
FIRM_SIZE	-0.686026	0.352881	-1.944071	0.0523
FIRM_AGE	0.020047	0.009117	2.198787	0.0282
FOUNDER_CEO	0.901719	1.357514	0.664243	0.5067
CEO_EQUITYBASED_PAY	0.019372	0.018521	1.045950	0.2959
R-squared	0.064804	Mean dependent var		6.189019
Adjusted R-squared	0.057097	S.D. dependent var		10.89033
S.E. of regression	10.57486	Akaike info criterion		7.564314
Sum squared resid	81410.54	Schwarz criterion		7.608123
Log likelihood	-2772.885	Hannan-Quinn criter.		7.581210
F-statistic	8.407787	Durbin-Watson stat		0.891664
Prob(F-statistic)	0.000000			

Concernant la variable x ROA, nous pouvons voir dans la colonne « prob. » que les variables de contrôles dettes (*Lt_debts_Total_Assets*, *Firm size* et *firm age*) sont significatives par rapport au ROA. En effet, elles ont une probabilité inférieure ou proche de 0,05. La variable *Family_Firm* est non significative tout comme les variables *founder_ceo* et *ceo_equitybased_pay*. Nous avons essayé de retirer ces trois variables non significatives dans le modèle, mais cela n'a pas changé grand-chose. Nous avons donc gardé ce modèle tel qu'il est présenté dans le tableau 14. Ce modèle de régression linéaire multiple explique 6,48% de la variation de la variable dépendante comme nous pouvons remarquer dans le R^2 (*R-squared*). Si nous nous basons uniquement sur les variables significatives, nous pouvons donc affirmer que si le ratio « *LT debts/Total assets* » augmente d'un point de pourcentage, alors la performance du ROA augmentera de 0,161169 point de %. Concernant la variable *Firm age*, si la taille de l'entreprise augmente d'un pour cent, alors le ROA devrait diminuer de 0,00686026 point de %. Pour l'âge d'une entreprise, ce modèle démontre qu'à chaque année supplémentaire depuis sa création, l'entreprise augmente son ROA de 0,020047 point de %.

Tableau 15 : Régression linéaire multiple pour le ROE

Dependent Variable: ROE
Method: Panel Least Squares
Date: 07/15/18 Time: 16:26
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 105
Total panel (balanced) observations: 735
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	74.30841	45.41092	1.636355	0.1022
FAMILY_FIRM	-3.896202	10.67211	-0.365083	0.7152
LT_DEBTS_TOTAL_ASSETS	1.222312	0.416473	2.934911	0.0034
FIRM_SIZE	-8.998490	5.072005	-1.774148	0.0765
FIRM_AGE	0.164409	0.088140	1.865303	0.0625
FOUNDER_CEO	14.04292	12.40288	1.132230	0.2579
CEO_EQUITYBASED_PAY	-0.018741	0.176460	-0.106207	0.9154
R-squared	0.103364	Mean dependent var	28.74206	
Adjusted R-squared	0.095974	S.D. dependent var	71.54604	
S.E. of regression	68.02618	Akaike info criterion	11.28714	
Sum squared resid	3368864.	Schwarz criterion	11.33095	
Log likelihood	-4141.024	Hannan-Quinn criter.	11.30404	
F-statistic	13.98726	Durbin-Watson stat	0.608304	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Pour l'indicateur de performance ROE, nous pouvons voir dans la colonne « prob. » que seule la variable de contrôle dettes (*Lt_debts_Total_Assets*) est significative par rapport au ROE. En effet, elle a une probabilité inférieure ou proche de 0,05. Toutes les autres variables sont non-significatives. Nous avons essayé de retirer les variables non significatives et de garder un simple modèle avec la variable dettes, mais cela n'a pas changé grand-chose. Nous avons donc gardé ce modèle tel qu'il est présenté dans le tableau 15. Ce modèle de régression linéaire multiple explique 10,33% de la variation de la variable dépendante comme nous pouvons remarquer dans le R^2 (*R-squared*). Si nous nous basons uniquement sur la variable significative, nous pouvons donc affirmer que si le ratio « *LT debts/Total assets* » augmente d'un point de pourcentage, alors la performance du ROE augmentera de 1,222312 points de %.

Tableau 16 : Régression linéaire multiple pour le q de Tobin

Dependent Variable: TOBINS_Q
Method: Panel Least Squares
Date: 07/15/18 Time: 16:34
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 105
Total panel (balanced) observations: 735
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.07826	6.541316	2.610830	0.0092
FAMILY_FIRM	-0.331564	1.502765	-0.220636	0.8254
LT_DEBTS_TOTAL_ASSETS	0.131614	0.102231	1.287415	0.1984
FIRM_SIZE	-1.712691	0.586953	-2.917935	0.0036
FIRM_AGE	0.017935	0.013320	1.346476	0.1786
FOUNDER_CEO	4.077796	2.823084	1.444447	0.1490
CEO_EQUITYBASED_PAY	0.002866	0.046333	0.061846	0.9507
R-squared	0.032688	Mean dependent var	5.499417	
Adjusted R-squared	0.024716	S.D. dependent var	17.50505	
S.E. of regression	17.28737	Akaike info criterion	8.547308	
Sum squared resid	217565.1	Schwarz criterion	8.591116	
Log likelihood	-3134.136	Hannan-Quinn criter.	8.564204	
F-statistic	4.100205	Durbin-Watson stat	1.609397	
Prob(F-statistic)	0.000468			

Pour le q de Tobin, nous avons effectué la même régression linéaire que pour les deux autres variables X. Nous pouvons voir dans la colonne « prob. » du tableau 16 que seule la variable de contrôle basé sur la taille de l'entreprise (*Firm_size*) est significative par rapport au

q de Tobin. En effet, elle a une probabilité inférieure ou proche de 0,05. Toutes les autres variables sont non-significatives. Nous avons essayé de retirer les variables non significatives et de garder un simple modèle avec la variable basé sur la taille de l'entreprise, mais cela n'a pas apporté de résultat supplémentaire. Nous avons donc gardé ce modèle tel qu'il est présenté dans le tableau 16. Ce modèle de régression linéaire multiple explique seulement 3,26% de la variation de la variable dépendante comme nous pouvons remarquer dans le R^2 (R -squared). Si nous nous basons uniquement sur la variable significative, nous pouvons donc affirmer que si la taille de l'entreprise augmente d'un pour cent, alors la performance du q de Tobin diminuera de 1,712691 point de % ce qui reviendrait à dire qu'au plus l'entreprise est vieille, au plus la performance diminuerait.

6.4 Régressions sur données de panel

La partie 6.3, qui était une régression linéaire multiple ne prenait pas en compte l'effet de panel, c'est-à-dire de prendre les deux dimensions pour un ensemble d'individus sur une suite de périodes. Dans les tableaux suivants, nous avons intégré l'effet de panel. Cependant, comme expliqué dans la méthodologie, nous ne prendrons pas en compte l'effet fixe sur les individus, car la variable binaire (*Family firm*) est constante dans le temps, c'est-à-dire qu'elle ne change pas. Une entreprise est familiale et le reste pendant la durée de nos observations.

Tableau 17 : Régressions sur données de panel pour le ROA

Dependent Variable: ROA Method: Panel EGLS (Two-way random effects) Date: 07/15/18 Time: 16:20 Sample: 2011 2017 Periods included: 7 Cross-sections included: 105 Total panel (balanced) observations: 735 Swamy and Arora estimator of component variances					Dependent Variable: ROA Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 07/15/18 Time: 16:21 Sample: 2011 2017 Periods included: 7 Cross-sections included: 105 Total panel (balanced) observations: 735 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.970931	6.075854	0.159802	0.8731	C	-1.161831	5.932102	-0.195855	0.8448
FAMILY_FIRM	-0.349096	1.787322	-0.195313	0.8452	FAMILY_FIRM	-0.325898	1.725048	-0.188921	0.8502
LT_DEBTS_TOTAL_ASSETS	0.326153	0.032087	10.16470	0.0000	LT_DEBTS_TOTAL_ASSETS	0.338088	0.031517	10.72726	0.0000
FIRM_SIZE	-0.556311	0.589191	-0.944194	0.3454	FIRM_SIZE	-0.420161	0.573640	-0.732446	0.4641
FIRM_AGE	0.020954	0.016130	1.299050	0.1943	FIRM_AGE	0.022519	0.015589	1.444556	0.1490
FOUNDER_CEO	0.945817	2.404309	0.393384	0.6942	FOUNDER_CEO	1.067657	2.321372	0.459925	0.6457
CEO_EQUITYBASED_PAY	0.008206	0.021256	0.386078	0.6996	CEO_EQUITYBASED_PAY	0.013851	0.020760	0.667198	0.5049
Effects Specification					Effects Specification				
			S.D.	Rho				S.D.	Rho
Cross-section random			6.132737	0.3581	Cross-section random			6.132737	0.3616
Period random			1.007928	0.0097	Period fixed (dummy variables)				
Idiosyncratic random			8.148725	0.6322	Idiosyncratic random			8.148725	0.6384
Weighted Statistics					Weighted Statistics				
R-squared	0.127431	Mean dependent var	2.414325		R-squared	0.145949	Mean dependent var	6.189019	
Adjusted R-squared	0.120240	S.D. dependent var	9.001582		Adjusted R-squared	0.131754	S.D. dependent var	9.043757	
S.E. of regression	8.443091	Sum squared resid	51896.05		S.E. of regression	8.428948	Sum squared resid	51271.72	
F-statistic	17.71973	Durbin-Watson stat	1.225975		F-statistic	10.28186	Durbin-Watson stat	1.220572	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics					Unweighted Statistics				
R-squared	0.007479	Mean dependent var	6.189019		R-squared	0.019414	Mean dependent var	6.189019	
Sum squared resid	86400.79	Durbin-Watson stat	0.755054		Sum squared resid	85361.85	Durbin-Watson stat	0.733124	

Nous avons dans le tableau 17 effectué deux régressions sur données de panel pour la variable x ROA. Dans ces modèles, nous avons pris en compte les effets aléatoires. Contrairement à la régression multiple fait précédemment qui ne tenait pas en compte l'effet de

panel, ce modèle ne possède qu'une seule variable significative qui est la variable de contrôle dette. Sa significativité est excellente, car elle obtient une probabilité critique égale à 0. Si l'on s'en tient à ces modèles, nous pouvons donc affirmer que si le ratio « *LT debts/Total assets* » augmente d'un point de pourcentage, alors la performance du ROA augmentera de 0,326153 point de %. Dès lors, au plus le ratio augmente et donc au plus l'entreprise a des dettes, au plus la performance augmente. Ce modèle de régression sur données de panel explique 12,74 et 14,59% de la variation de la variable dépendante comme nous pouvons remarquer dans les différents R^2 (*R-squared*). Ces modèles expliquent donc de plus de 6% la variation de la variable dépendante qu'un modèle de régression linéaire multiple. Dans le tableau 18 suivant, nous avons effectué la même régression, mais en tenant compte cette fois-ci de l'hétéroscédasticité. On peut observer dans ce tableau qu'aucune variable n'est significative, quelle que soit la méthode utilisée. Cependant, ce dernier tableau conçu pour l'analyse du ROA nous permet de conclure que les résultats sont robustes à la spécification du modèle. En effet, quoi que nous essayions, les modèles semblent très peu significatifs et nous ne pouvons conclure que les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales en termes de rendement sur actifs.

Tableau 18 : Régressions sur données de panel pour le ROA en tenant compte de l'hétéroscédasticité

Dependent Variable: ROA Method: Panel EGLS (Two-way random effects) Date: 07/15/18 Time: 16:22 Sample: 2011 2017 Periods included: 7 Cross-sections included: 105 Total panel (balanced) observations: 735 Swamy and Arora estimator of component variances White period standard errors & covariance (d.f. corrected)					Dependent Variable: ROA Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 07/15/18 Time: 16:22 Sample: 2011 2017 Periods included: 7 Cross-sections included: 105 Total panel (balanced) observations: 735 Swamy and Arora estimator of component variances White period standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.970931	14.06521	0.069031	0.9450	C	-1.161831	15.04650	-0.077216	0.9385
FAMILY FIRM	-0.349086	1.690758	-0.206467	0.8365	FAMILY FIRM	-0.325898	1.725242	-0.188900	0.8502
LT DEBTS TOTAL ASSETS	0.326153	0.312670	1.043124	0.2972	LT DEBTS TOTAL ASSETS	0.338088	0.314458	1.075146	0.2827
FIRM SIZE	-0.556311	0.638275	-0.871586	0.3837	FIRM SIZE	-0.420161	0.674525	-0.622899	0.5335
FIRM AGE	0.020954	0.016684	1.255931	0.2095	FIRM AGE	0.022519	0.017276	1.303434	0.1928
FOUNDER CEO	0.945817	2.379152	0.397544	0.6911	FOUNDER CEO	1.067657	2.449497	0.435868	0.6631
CEO EQUITYBASED PAY	0.008206	0.020347	0.403318	0.6868	CEO EQUITYBASED PAY	0.013851	0.021623	0.640582	0.5220
Effects Specification					Effects Specification				
			S.D.	Rho				S.D.	Rho
Cross-section random			6.132737	0.3581	Cross-section random			6.132737	0.3616
Period random			1.007928	0.0097	Period fixed (dummy variables)				
Idiosyncratic random			8.148725	0.6322	Idiosyncratic random			8.148725	0.6384
Weighted Statistics					Weighted Statistics				
R-squared	0.127431	Mean dependent var	2.414325		R-squared	0.145949	Mean dependent var	6.189019	
Adjusted R-squared	0.120240	S.D. dependent var	9.001592		Adjusted R-squared	0.131754	S.D. dependent var	9.043757	
S.E. of regression	8.443091	Sum squared resid	51896.05		S.E. of regression	8.426948	Sum squared resid	51271.72	
F-statistic	17.71973	Durbin-Watson stat	1.229975		F-statistic	10.28186	Durbin-Watson stat	1.220572	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics					Unweighted Statistics				
R-squared	0.007479	Mean dependent var	6.189019		R-squared	0.019414	Mean dependent var	6.189019	
Sum squared resid	86400.79	Durbin-Watson stat	0.755054		Sum squared resid	85361.85	Durbin-Watson stat	0.733124	

Dans le tableau 19, nous avons effectué deux régressions sur données de panel pour la variable x ROE. Dans ces modèles, nous avons pris en compte les effets aléatoires également. Contrairement à la régression faite précédemment sur l'indicateur de performance ROA, ces modèles possèdent différentes variables significatives. En effet, on retrouve une bonne significativité pour trois variables de contrôles, à savoir la taille, l'âge de l'entreprise ainsi que ses dettes. Si l'on s'en tient à ces modèles, nous pouvons donc affirmer que si le ratio « *LT debts/Total assets* » augmente d'un point de pourcentage, alors la performance du ROE augmentera de 0,888761 point de %. Dès lors, au plus le ratio augmente et donc au plus l'entreprise a des dettes, au plus la performance augmente. Concernant la taille de l'entreprise, on peut affirmer que si l'entreprise est plus vieille d'une année, alors le ROE augmentera de 0,020954 point de %. En ce qui concerne l'impact de la taille de l'entreprise sur la performance du ROE, on peut conclure que lorsque la taille de l'entreprise augmente d'un pour cent, alors le ROE devrait diminuer de 0,00556311 point de %. Ces modèles de régression sur données de panel expliquent 4,66 et 4,33% de la variation de la variable dépendante comme nous pouvons remarquer dans les différents R^2 (*R-squared*). Ces modèles expliquent donc plus faiblement la variation de la variable dépendante qu'un modèle de régression linéaire multiple.

Tableau 19 : Régressions sur données de panel pour le ROE

Dependent Variable: ROE					Dependent Variable: ROE				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					Method: Panel EGLS (Two-way random effects)				
Date: 07/15/18 Time: 16:32					Date: 07/15/18 Time: 16:32				
Sample: 2011 2017					Sample: 2011 2017				
Periods included: 7					Periods included: 7				
Cross-sections included: 105					Cross-sections included: 105				
Total panel (balanced) observations: 735					Total panel (balanced) observations: 735				
Swamy and Arora estimator of component variances					Swamy and Arora estimator of component variances				
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)					White period standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	122.7381	49.36693	2.486241	0.0131	C	121.3525	50.59784	2.398372	0.0167
FAMILY FIRM	-4.214831	10.52414	-0.400492	0.6889	FAMILY FIRM	-4.199872	10.57585	-0.397119	0.6914
LT DEBTS TOTAL ASSETS	0.888761	0.427292	2.079984	0.0379	LT DEBTS TOTAL ASSETS	0.906070	0.402166	2.252975	0.0246
FIRM SIZE	-12.06124	5.329676	-2.263035	0.0239	FIRM SIZE	-12.01936	5.371900	-2.237451	0.0256
FIRM AGE	0.167989	0.085118	1.973611	0.0488	FIRM AGE	0.169786	0.088214	1.924710	0.0547
FOUNDER CEO	12.85006	12.86669	0.998708	0.3183	FOUNDER CEO	12.98261	12.11917	1.071246	0.2844
CEO EQUITYBASED PAY	-0.175849	0.149023	-1.180012	0.2384	CEO EQUITYBASED PAY	-0.169589	0.147388	-1.150631	0.2503
Effects Specification					Effects Specification				
		S.D.	Rho			S.D.	Rho		
Cross-section random		45.60938	0.4416	Cross-section random		45.60938	0.4416		
Period fixed (dummy variables)				Period random		0.00000	0.0000		
Idiosyncratic random		51.29216	0.5584	Idiosyncratic random		51.29216	0.5584		
Weighted Statistics					Weighted Statistics				
R-squared	0.046627	Mean dependent var	28.74206	R-squared	0.043306	Mean dependent var	11.24348		
Adjusted R-squared	0.030781	S.D. dependent var	52.27780	Adjusted R-squared	0.035421	S.D. dependent var	52.27780		
S.E. of regression	51.46692	Sum squared resid	1912465.	S.E. of regression	51.34357	Sum squared resid	1919126.		
F-statistic	2.942582	Durbin-Watson stat	1.046906	F-statistic	5.492343	Durbin-Watson stat	1.054708		
Prob(F-statistic)	0.000520			Prob(F-statistic)	0.000014				
Unweighted Statistics					Unweighted Statistics				
R-squared	0.096429	Mean dependent var	28.74206	R-squared	0.095324	Mean dependent var	28.74206		
Sum squared resid	3394921.	Durbin-Watson stat	0.589755	Sum squared resid	3399070.	Durbin-Watson stat	0.595492		

Finale­ment, nous avons également effectué deux régressions sur données de panel pour la variable dépendante du q de Tobin. Comme la variable dépendante ROE, on remarque via la probabilité de chaque variable de contrôle que seule la taille de l'entreprise est significative. Si l'on s'en tient à ces modèles, on peut conclure que lorsque la taille de l'entreprise augmente d'un pour cent, alors le q de Tobin devrait diminuer de 1,971769 point de %. Ces modèles de régression sur données de panel expliquent 4,10 et 3,17% de la variation de la variable dépendante comme nous pouvons remarquer dans les différents R^2 (R -squared). Ces modèles expliquent donc plus faiblement la variation de la variable dépendante qu'un modèle de régression linéaire multiple.

Tableau 20 : Régressions sur données de panel pour le q de Tobin

Dependent Variable: TOBINS_Q Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 07/15/18 Time: 16:34 Sample: 2011 2017 Periods included: 7 Cross-sections included: 105 Total panel (balanced) observations: 735 Swamy and Arora estimator of component variances White period standard errors & covariance (d.f. corrected)					Dependent Variable: TOBINS_Q Method: Panel EGLS (Two-way random effects) Date: 07/15/18 Time: 16:34 Sample: 2011 2017 Periods included: 7 Cross-sections included: 105 Total panel (balanced) observations: 735 Swamy and Arora estimator of component variances White period standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.90258	7.008549	3.267806	0.0011	C	18.06543	6.420783	2.813587	0.0050
FAMILY FIRM	-0.375334	1.492464	-0.251486	0.8015	FAMILY FIRM	-0.339420	1.467049	-0.231362	0.8171
LT DEBTS TOTAL ASSETS	0.070091	0.100292	0.698873	0.4849	LT DEBTS TOTAL ASSETS	0.098050	0.095668	1.024890	0.3058
FIRM SIZE	-1.971769	0.639213	-3.084681	0.0021	FIRM SIZE	-1.677852	0.592249	-2.833020	0.0047
FIRM AGE	0.015632	0.012583	1.242300	0.2145	FIRM AGE	0.018519	0.013457	1.376159	0.1692
FOUNDER CEO	3.773305	2.892980	1.304297	0.1925	FOUNDER CEO	4.039729	2.824800	1.430094	0.1531
CEO EQUITYBASED PAY	-0.021347	0.035753	-0.597050	0.5507	CEO EQUITYBASED PAY	-0.005336	0.039945	-0.133593	0.8938
Effects Specification					Effects Specification				
			S.D.	Rho				S.D.	Rho
Cross-section random			6.717811	0.1513	Cross-section random			6.717811	0.1512
Period fixed (dummy variables)					Period random			0.401445	0.0005
Idiosyncratic random			15.91305	0.8487	Idiosyncratic random			15.91305	0.8483
Weighted Statistics					Weighted Statistics				
R-squared	0.028486	Mean dependent var	5.499417		R-squared	0.015119	Mean dependent var	3.614955	
Adjusted R-squared	0.012339	S.D. dependent var	16.05343		Adjusted R-squared	0.007002	S.D. dependent var	16.04688	
S.E. of regression	15.95409	Sum squared resid	183772.8		S.E. of regression	15.99060	Sum squared resid	186149.1	
F-statistic	1.764142	Durbin-Watson stat	1.892206		F-statistic	1.862587	Durbin-Watson stat	1.877148	
Prob(F-statistic)	0.050246				Prob(F-statistic)	0.084708			
Unweighted Statistics					Unweighted Statistics				
R-squared	0.041074	Mean dependent var	5.499417		R-squared	0.031729	Mean dependent var	5.499417	
Sum squared resid	215679.1	Durbin-Watson stat	1.612284		Sum squared resid	217780.9	Durbin-Watson stat	1.604879	

6.5 Validation des sous hypothèse et de l'hypothèse finale

La première hypothèse supposait que les entreprises familiales performaient mieux au niveau du ratio financier ROA. Les différentes variables ainsi que les statistiques descriptives nous ont permis de voir que les entreprises non familiales performaient mieux à différents niveaux. En effet, l'indicateur financier est plus élevé en terme de moyenne et une grosse partie de l'échantillon des entreprises non familiales obtient un ratio plus élevé que les entreprises dirigées ou contrôlées par une famille. Néanmoins, lors de l'analyse plus poussée grâce aux outils économétriques que nous disposons, nous n'avons pas pu établir un quelconque lien

significatif entre la performance et le type d'entreprise. Dès lors, nous ne pouvons valider l'hypothèse que les entreprises familiales performant mieux en terme de ROA.

S-Ha: Le ROA performe mieux dans les entreprises familiales	Non validée
--	--------------------

La seconde hypothèse se présentait dans le même genre que la première mais s'intéressait plutôt aux capitaux propres de l'entreprise à travers le ratio ROE. Nous avons pu observer que les entreprises non familiales performaient également mieux en terme de ROE mais cela reste des statistiques descriptives et des moyennes. Il ne prend pas en compte les différents valeurs écartées des moyennes. Lors de notre analyse économétrique, nous n'avons également pas pu affirmer que les entreprises familiales performaient mieux que les entreprises non familiales. Dès lors, nous n'avons pas validée la seconde hypothèse.

S-Hb: Le ROE performe mieux dans les entreprises familiales	Non validée
--	--------------------

La troisième et dernière hypothèse était légèrement différente des deux précédentes. L'indicateur de performance financière, à savoir le q de Tobin, servait à vérifier que les entreprises familiales performaient mieux non pas au niveau des chiffres comptables mais en terme de performance boursière. Ici également, les différentes analyses des variables et de l'indicateur financier nous révèlent que les entreprises non familiales performant mieux sur les marchés boursiers. Néanmoins, l'analyse plus poussée ne nous a pas permis de conclure que les entreprises familiales ou non familiales performant mieux qu'une autre. Par défaut, nous ne pouvons valider la troisième hypothèse.

S-Hc: Le q de Tobin performe mieux dans les entreprises familiales	Non validée
---	--------------------

Grâce aux trois sous hypothèses formulées, nous pouvons valider ou pas notre hypothèse finale qui nous permettra de répondre à notre question de recherche. Étant donné que les trois sous hypothèses ne sont pas validées, nous ne pouvons pas valider l'hypothèse finale qui affirme que les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales sur l'indice boursier S&P500. Dès lors, nous pouvons affirmer que nous ne sommes pas en mesure de répondre à la question de recherche principale qui nous questionne sur le fait que les entreprises familiales peuvent mieux performer que les entreprises non familiales.

H-F: Les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non-familiales sur l'indice boursier S&P 500	Non validée
--	--------------------

Chapitre 7 Discussion

Nous avons déjà discuté d'une partie des résultats dans le chapitre 6. Cependant, il est intéressant de reprendre ces résultats dans le but d'expliquer les raisons de ceux-ci. Cette partie a pour but de relier la partie théorique à la partie empirique. Suite aux résultats obtenus dans la seconde partie de notre mémoire, nous allons vérifier si ces derniers sont en concordance avec ce que nous pouvons trouver dans la littérature et dans d'autres études.

7.1 Discussion des résultats

Au vu des recherches sur le sujet, nous nous attendions à trouver une meilleure performance pour les entreprises familiales au niveau des indicateurs de performance définis. Néanmoins, il apparaît que les entreprises non familiales ont une légère tendance à mieux performer lors de ces sept dernières années. Si l'on s'en tient aux différentes variables sans tenir compte de l'analyse économétrique, on peut remarquer dans le chapitre 6 sur les statistiques descriptives que les entreprises non familiales ont des ratios plus élevés que les entreprises familiales. Concernant l'analyse économétrique effectuée, les résultats ne nous ont pas permis de conclure que le type d'entreprise a un impact significatif sur les différents indicateurs financiers.

Par conséquent, et comme expliqué précédemment, les différentes sous hypothèses n'ont pas pu être validées ce qui nous a permis de conclure de ne pas valider l'hypothèse que les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales. Que ce soit au niveau comptable avec les deux indicateurs financiers ROA et ROE ou au niveau boursier avec le q de Tobin, nous n'avons pu affirmer qu'un type d'entreprise spécifique performe mieux que l'autre.

Contrairement à ce que nous avons pu observer dans l'étude d'Anderson et Reeb, nous n'avons pas trouvé de lien significatif entre le type d'entreprise et la performance. Cependant, notre partie consacrée aux statistiques descriptives nous a révélé que les entreprises familiales performant mieux dans les trois indicateurs financiers.

Il peut y avoir différentes raisons qui font que les entreprises familiales aient moins performé que les entreprises non familiales mais nous évoquerons seulement les deux plus importantes à nos yeux. Avec l'arrivée et l'essor des nouvelles start-ups ces dernières décennies et tout en sachant que ces dernières, bien que très performante au niveau de leur cours boursier, ont certaines difficultés à garder des ratios positifs en termes de chiffres comptables. En effet, souvent à la recherche de levée de fond, ces entreprises sont en pleine phase d'expansion et n'ont pas encore atteint un seuil de maturation leur permettant d'obtenir des ratios plus élevés.

Ces start-ups et jeunes entreprises ont souvent été considérées comme entreprises familiales au vu que leur fondateur réside souvent comme le dirigeant de l'entreprise.

La seconde raison que nous pourrions supposer est le fait que les entreprises non familiales sont généralement plus anciennes et ont dès lors une expérience plus importante que les entreprises familiales. En effet, nous avons remarqué dans notre échantillon que les entreprises non familiales étaient généralement plus vieilles ce qui peut s'expliquer du fait que le fondateur est généralement décédé et que l'actionnariat familial s'est dilué au fil des années. De par ce manque d'expérience, les entreprises familiales de notre échantillon peuvent éventuellement avoir obtenu des performances moindres.

Suite à notre revue de la littérature dans la première partie, bien que la plupart des différentes recherches démontraient que les entreprises familiales performaient mieux que les entreprises non familiales, nous avons également découvert que certaines études dont celle de Barclay and Holderness démontraient l'inverse. Néanmoins, notre mémoire étant réalisé dans le but de répliquer l'étude de Anderson et Reeb sur les entreprises américaines, nous n'avons pas obtenu les mêmes résultats sur la performance des entreprises. Nous essayerons dans la partie suivante d'expliquer les principales raisons qui pourraient avoir biaisé notre étude.

7.2 Limites et perspectives futures

Ce mémoire a cherché à savoir si les entreprises familiales performant mieux en termes de performances financières que les entreprises non familiales sans introduire d'autres variables importantes telles que le pourcentage de directeurs présent dans le conseil d'administration qui n'ont pas de lien de parenté avec la famille fondatrice ou encore le pourcentage que les directeurs et employés ont dans le capital de l'entreprise. En effet, ces deux variables peuvent venir varier les différents résultats obtenus, car ils sont importants dans la mesure où ils jouent un impact sur la direction et gestion de l'entreprise. Il serait donc intéressant de compléter cette étude par un ajout de nouvelles variables.

Ensuite, l'échantillon choisi atteint ses limites en termes de temps et de quantité. En effet, l'hypothèse que les entreprises familiales sont plus performantes est basé sur des données qui ont été récoltées sur un espace de temps allant de 2011 à 2017 et sur un échantillon de 105 entreprises. Portant sur l'indice boursier S&P 500 il serait intéressant de prélever les données des 500 entreprises tout en excluant les services financiers et banques comme cité précédemment, et ce dans le but d'avoir une représentation complète de la performance des entreprises familiales sur cet indice.

Lors de nos différentes tentatives de modèle, on a remarqué qu'il y avait quelques valeurs assez extrêmes dans les différentes variables dépendantes (ROA, ROE et q de Tobin). Ceci a pu amener à fausser les différents résultats obtenus ainsi que la significativité de certaines variables de contrôle.

De plus, afin de qualifier les sociétés en entreprises familiales ou non, nous avons utilisé une variable binaire. Cette variable qui classifiait les entreprises familiales sous le nombre 1 et les entreprises non familiales sous le nombre 0 est peut-être trop extrême. En effet, même si l'analyse qui se trouve derrière la classification en entreprises familiales ou non est poussée, il serait intéressant d'intégrer d'autres alternatives à cette variable. Par exemple, au lieu de simplement dire si oui ou non les entreprises sont familiales, nous pourrions vérifier le pourcentage d'actions détenues par les familles dans les entreprises ou encore le pourcentage de membres de la famille présent dans le conseil d'administration.

De par le manque de connaissances de tous les outils économétriques, il se peut que cette étude ne soit pas totalement aboutie en termes d'analyse. En effet, il serait intéressant de continuer ce mémoire en utilisant d'autres techniques plus avancées afin de pouvoir répondre concrètement à la question de recherche tels que l'utilisation de la méthode des variables instrumentales utilisées dans l'étude d'Anderson et Reeb sur la performance des entreprises.

Conclusion

Dans la première partie de ce mémoire, nous avons mis en exergue les différentes théories sur la performance des entreprises à travers le monde. Nous avons également mis en évidence que les entreprises familiales performaient mieux par rapport aux entreprises non familiales. En effet, plusieurs études ont démontré que le fait d'être dirigée ou contrôlé par une famille augmenterait significativement les résultats financiers comme l'a constaté l'étude d'Anderson et Reeb effectuée en 2003.

Pourtant, ce n'est pas le cas des entreprises américaines ces dernières années. L'objectif de ce mémoire était de vérifier que les entreprises familiales performaient mieux que les entreprises contrôlées ou dirigées par des personnes sans lien de parenté avec la famille fondatrice. Suite aux différentes analyses, ce mémoire ne nous a pas permis de valider le fait que les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales sur l'indice boursier S&P 500.

Afin d'obtenir un tel résultat, nous avons dans un premier temps effectué une analyse des différentes données et variables récoltées sur un terminal Bloomberg. Les premiers résultats de cette analyse ont démontré que les entreprises familiales avaient tendance à mieux performer que les entreprises non familiales. Néanmoins, il ne s'agit là que d'analyses se basant sur la moyenne des variables et des différentes statistiques descriptives. En second lieu, nous avons effectué une analyse économétrique en commençant par des régressions linéaires simples afin de vérifier la significativité de chaque variable. Nous avons ensuite procédé à plusieurs régressions en tenant compte de l'effet de panel. Cependant, bien qu'en essayant différentes méthodes, les modèles étaient très robustes et il n'était pas possible de conclure que les entreprises familiales performant mieux que les entreprises non familiales.

Bien évidemment, ce mémoire ainsi que ses résultats doivent être analysés avec recul et précaution. C'est pourquoi nous avons, dans le chapitre 7, formulé les différentes limites que posaient nos recherches et qui doivent être pris en compte lors de la lecture de ces résultats. Nous avons également évoqué différentes raisons qui pourraient expliquer que nos résultats ne concordent pas avec la littérature. Enfin, nous avons discuté de plusieurs perspectives d'amélioration à notre recherche.

Enfin, au vu de l'économie actuelle et de l'accélération de l'utilisation de nouvelles technologies, nous ne doutons pas que peu importe qui les contrôlent ou les dirigent, les performances futures des entreprises ont encore de beaux jours devant elles.

Bibliographie

Articles académiques et professionnels :

Ak, B. K., Dechow, P. M., Sun, Y., & Wang, A. Y. (2013). The use of financial ratio models to help investors predict and interpret significant corporate events. *Australian Journal of Management*, 38(3), pp. 553-598.

Al-Matari, E. (2014), The Measurements of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 6, No. 1.

Anderson R. et D. Reeb (2003), "Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, pp. 1301-1327.

Astrachan J. et T. Kolenko (1994), "A neglected factor explaining family business success: Human resource practices", *Family Business Review*, vol. 7, n° 3, pp. 251-262.

Bauer M. (1993), Les patrons de PME entre le pouvoir, l'entreprise et la famille, *Interéditations, collection l'Entreprise*.

Barnes L.B., Hershon S.A. (1976), « Transferring Power in the Family Business », *Harvard Business Review*, 54 (4), pp. 105-114.

Barney (1991), « Firms Resources and sustained competitive advantage », *Journal of management*, 17.

Barth E., Gulbrandsen T., et Schone P. (2005), « Family Ownership and Productivity: the Role of Owner-Management », *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, n° 1-2, pp. 107-127.

Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4(3), pp. 71-111.

Bourguignon A. (1995), « Peut-on définir la performance ? », *Revue Française de Comptabilité*, juillet- août, pp. 61-66.

Burkart M., Panuzzi F., et Schleifer A. (2003), « Family Firms », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 5, pp. 2167-2201.

Chua J. H., Chrisman J. J. and Sharma P. (1999), « Defining the Family Business by Behavior », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 23, pp. 19-39.

Comblé, K. & Colot, O. (2006). L'entreprise familiale : concept et importance en Belgique. *Reflets et perspectives de la vie économique*, tome xlv,(2), pp. 91-108.

Connolly T., Conlon E.J., Deutsch S.J. (1980), « Organizational Effectiveness: A Multiple-Constituency Approach », *Academy of Management Review*, vol. 5 n° 2, pp. 211-217.

Cromie S., Stephenson B. et D. Monteith (1995), “The management of family firms: an empirical investigation”, *International Small Business Journal*, vol. 13, n° 4, pp. 11-34.

De Angelo, Harry, et Linda DeAngelo (2000), Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company, *Journal of Financial Economics*, 56, pp.153-207.

Delen, D., Kuzey, C., & Uyar, A. (2013). Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach. *Expert Systems with Applications*, 40(10), pp. 3970-3983.

Devillard, O., Rey, D. (2008), Culture d'entreprise, un actif stratégique : efficacité et performance collective. Paris Dunod.

Dong, M. C., Tian, S., & Chen, C. W. S. (2018). Predicting failure risk using financial ratios: Quantile hazard model approach. *North American Journal of Economics and Finance*, 44, pp. 204-220.

Donnelley R.G. (1964), « The Family Business », *Harvard Business Review*, vol. 42, pp. 93-105.

Erenbergh (1991), *Le culte de la performance*, éd. Pluriel.

Evans, D. S. (1987), The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *Journal of Industrial Economics*, 35, pp. 567-581.

Gauzente, C. (2000), Mesurer la performance des entreprises en l'absence d'indicateurs objectifs : quelle validité ? Analyse de la pertinence de certains indicateurs. *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, N°2, pp. 145-165.

Gallo M. (1995), "The role of family business and its distinctive characteristic behavior in industrial activity", *Family Business Review*, vol. 8, n° 2, pp. 83-97.

Gallo M. and Vilaseca A. (1996), « Finance in Family Business », *Family Business Review*, vol. 9, pp. 387-402.

Gibson, C. (1987). How Chartered Financial Analysts View Financial Ratios. *Financial Analysts Journal*. May- June.

Hamelin A. (2011), « Small Business Groups Enhance Performance and Promote Stability, not Expropriation. Evidence from French SMEs », *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, n° 3, pp. 613-626.

Heikal, M., Khaddafi, M., & Ummah, A. (2014). Influence analysis of return on assets (ROA), return on equity (ROE), net profit margin (NPM), debt to equity ratio (DER), and current ratio (CR), against corporate profit growth in automotive in indonesia stock exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(12)

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

Lang, L. H. P., and R. M. Stulz., (1994), Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102, pp. 1248-1280.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. & Schleifer A. (1999), « Corporate ownership around the world », *The Journal of Finance*, n°2, pp. 471-517.

Levinson H. (1983), « Consulting with the Family Business : What to Look For, What to Look Out For », *Organizational Dynamics*, 12 (1), pp. 71-80.

Loderer, C., K. Neusser, and U. Waelchli, (2009), Firm age and survival. Working paper, *University of Bern*, Switzerland.

Linares-Mustarós, S., Coenders, G., & Vives-Mestres, M. (2018). Financial performance and distress profiles. from classification according to financial ratios to compositional classification. *Advances in Accounting*, 40, pp. 1-10.

Litz R.A. (1995), « The family business : Toward definitional clarity », *Family Business Review*, 8 (2), pp. 71-81.

Marion A., Asquin A., Everaere C., Vinot D., Wissler M. (2012), « *Diagnostic de la performance d'entreprise : Concepts et Méthodes* », Dunot.

Mishra C. and McConaughy D. (1999), « Founding Family Control and Capital Structure: The risk of Loss of Control and the Aversion to Debt », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 23, n° 4, pp. 53-64.

Morck R. et B. Yeung (2003), “Agency problems in large family business groups”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 27, n° 4, pp. 367-382.

Morck R., Shleifer A. and Vishny R. (1988), « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.

Olson P.D., Zuiker V.S., Danes S.M., Stafford K., Heck R. et K.A. Duncan (2003), “The impact of the family and the business on family business sustainability”, *Journal of Business Venturing*, avril, n° 18, pp. 639-666.

Poulain-Rehm, T. (2006). Qu'est-ce qu'une entreprise familiale : Réflexions théoriques et prescriptions empiriques. *La Revue des Sciences de Gestion*, 219,(3), pp. 77-88.

Roquebert J.A., Philipp R.L., Westfall P.A. (1996), "Market Versus Management: what drives profitability?", *Strategic Management Journal*, vol. 17, n°8.

Shleifer A. and Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, pp. 461-488.

Sirmon D.G., Arrègle J.L., Hitt M.A. and Webb J.W. (2008), « The Role of Family Influence in Firms' Strategic Responses to Threat of Imitations », *Entrepreneurship, Theory and Practice*, vol. 32, n° 6, pp. 979-988.

Sonfield et Lussier (2004), "First-, second-, and third-generation family firms: a comparison", *Family Business Review*, vol. 17, n° 3, pp. 189-202.

Tian, S., & Yu, Y. (2017). Financial ratios and bankruptcy predictions: An international evidence. *International Review of Economics and Finance*, 51, pp. 510-526.

Villalonga B. and Amit R. (2006), « How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 2, pp. 385-417.

Welsch J. (1993), « The Impact of Family Ownership and Involvement on the Process of Management Succession », *Family Business Review*, 6 (1), pp. 31-53.

Westhead P. (1997), "Ambitions, external environment and strategic factor differences between family and non-family companies", *Entrepreneurship and Regional Development*, vol. 9, n° 2, pp. 127-158.

Westhead P. et M. Cowling (1998), "Family firm researches: the need for a methodological rethink", *Entrepreneurship, Theory & Practice*, pp. 31-56.

Yu, G., & Wenjuan, G. (2010). Decision tree method in financial analysis of listed logistics company, *International conference on intelligent computation technology and automation*.

Xu, W., Xiao, Z., Dang, X., Yang, D., & Yang, X. (2014). Financial ratio selection for business failure prediction using soft set theory. *Knowledge-Based Systems*, 63, pp. 59-67.

Documents de cabinets de conseil :

KPMG, 2016, *Baromètre européen des entreprises familiales*, 5^{ème} édition.

PWC (2011), « L'entreprise familiale, un modèle durable », *Family Business Survey*, France.