



**HAL**  
open science

## Gouvernance, enracinement et performance des entreprises familiales européennes

Patrice Charlier

► **To cite this version:**

Patrice Charlier. Gouvernance, enracinement et performance des entreprises familiales européennes. LA COMPTABILITE, LE CONTRÔLE ET L'AUDIT ENTRE CHANGEMENT ET STABILITE, May 2008, France. pp.CD Rom. halshs-00522463

**HAL Id: halshs-00522463**

**<https://shs.hal.science/halshs-00522463>**

Submitted on 30 Sep 2010

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## **Gouvernance, enracinement et performance des entreprises familiales européennes**

**Patrice CHARLIER**

**CESAG<sup>1</sup> - Ecole de Management Strasbourg - Université Robert Schuman  
61, avenue de la Forêt-Noire 67085 STRASBOURG CEDEX  
patrice.charlier@em-strasbourg.eu**

### **Résumé :**

La performance des entreprises familiales est analysée en fonction de leurs modes de gouvernance, envisagés comme des réponses aux différentes hypothèses d'enracinement familial. L'hypothèse traditionnelle de « l'enracinement illégitime » est testée en différenciant deux modes de gouvernance susceptibles d'en réduire les effets négatifs : celui des entreprises contrôlées par une famille avec un dirigeant extérieur d'une part, et celui des entreprises dirigées par une famille qui n'est plus l'actionnaire principal d'autre part. L'hypothèse de l'enracinement « positif » ou « légitime » est également testée lorsque l'entreprise est contrôlée et dirigée par la famille. Les résultats des tests effectués sur un échantillon d'entreprises moyennes européennes semblent confirmer l'hypothèse d'un enracinement familial négatif.

**Mots clés :** entreprise familiale, théorie de l'agence, modes de gouvernance, enracinement

### **Survey :**

The performance of the family firms can be analyzed according to their modes of governance, based on answers to the various assumptions of family entrenchment. The traditional assumption of the « illegitimate » entrenchment is tested by differentiating two modes of governance likely to reduce the negative effects of them : that of the companies controlled by a family with a external leader, and that of the companies directed by a family which no longer is the principal shareholder. The assumption of the « positive » entrenchment or « legitimates » is also tested when the company is controlled and directed by the family. The results of the tests carried out on a sample of European medium-size firms seem to confirm the assumption of a negative family entrenchment.

**Key words :** family firm, agency theory, modes of governance, entrenchment.

---

<sup>1</sup>. Centre d'Etude de Sciences Appliquées à la Gestion, Université Robert Schuman, Strasbourg.

La place importante occupée par les entreprises familiales dans les économies occidentales (Faccio and Lang, 2002), et les déboires de grandes sociétés managériales comme Enron, Ahold, France Télécom ou Vivendi Universal, expliquent en grande partie les nombreuses recherches sur leurs performances. Ainsi, les dossiers spéciaux de la revue Finance Contrôle Stratégie en mars 2000, de la Revue Française de Gestion en juillet-août 2002, de la Revue du Financier en 2003, et des nombreux articles publiés ces dernières années dans la presse anglo-saxonne, montrent que la recherche sur leurs caractères spécifiques est importante.

Un des caractères spécifiques tient au mode de gouvernance des entreprises familiales, qui donne lieu à trois conceptions principales concernant la relation entre la performance et la structure de propriété, rappelées par Charreaux (1991) : la thèse de la « convergence des intérêts », la thèse de la « neutralité » et celle de l'« enracinement ».

La thèse de la « *convergence des intérêts* » développée par Jensen et Meckling (1976) explique leurs performances par l'économie de coût d'agence liée à la réunion des fonctions de contrôle et de direction. « *The blurring of the boundary between principal and agent in this type of family contracting would make moral hazard largely inconsequential* ». Ces performances sont aussi justifiées par la relation de « confiance » entre le dirigeant et sa famille (Allouche et Amann, 1998 ; Charreaux, 1998) aussi appelé « familiness » par Habbershon et Williams (1999) ou « *affectio familiaris* » par Amann (2003). Cette spécificité s'exprimerait parfois à travers un « enracinement optimal » du dirigeant familial qui disposerait alors d'une latitude suffisante pour choisir la politique d'investissement permettant de maximiser la création de valeur (Charreaux et Desbrières, 1997). Cela se traduirait par une politique de faible distribution de dividendes (Hirigoyen, 1984) et une volonté de transmettre et de faire fructifier l'héritage : « Je me devais de faire grossir ce que j'avais reçu en héritage » a dit Patrick Ricard, héritier français du groupe aujourd'hui numéro deux mondial des vins et spiritueux.

En dépit de ces avantages, les études sur leurs performances donnent des résultats divergents qui peuvent être expliqués par des inconvénients spécifiques aux entreprises familiales. Ainsi, les intérêts dans les familles élargies peuvent diverger : « *Yet the literature on family business is replete with examples of how agency problems may still arise under family contracting because the interests of the executive are not necessarily the same as those of the shareholders-the extended family* » (Gomez-Mejia et al., 2001). Ces derniers suggèrent qu'il

existe un coût d'agence spécifique aux entreprises familiales : l'enracinement du dirigeant familial lié au contrôle des droits de vote. Dans ce contexte l'article novateur de Burkart et al. (2003) modélisant un modèle de succession managériale, formalise un mode de gouvernance familiale permettant de réduire le coût d'agence lié à l'enracinement du dirigeant familial. On trouve des applications de ce modèle dans certaines entreprises familiales : ainsi Thierry Peugeot, président du conseil de surveillance de la société éponyme, a déclaré sur LCI fin 2006, qu'il existait « une tradition dans la famille, où depuis quarante ans, peut-être même soixante ans maintenant, ce n'est plus un Peugeot qui dirige la présidence du directoire ».

L'objectif de cette communication est de vérifier sur un échantillon d'entreprises européennes, les trois conceptions principales relatives à la relation entre la performance et la structure de propriété rappelées par Charreaux (1991) : la thèse de la « convergence des intérêts », la thèse de la « neutralité » et celle de l'« enracinement », en substituant ici le mode de gouvernance à la structure de propriété. Les effets négatifs de l'enracinement familial sont testés en distinguant trois modes de gouvernance familiale : celui où l'entreprise est contrôlée et dirigée par la famille, celui où le dirigeant est extérieur, et celui défini par Neubauer et Lank (1998) où l'entreprise a un dirigeant de la famille qui n'est plus l'actionnaire principal de l'entreprise. A notre connaissance, aucune étude sur les entreprises familiales n'a spécifiquement distinguée cette dernière catégorie d'entreprise familiale.

La communication est structurée de la façon suivante. Nous présentons notre cadre d'analyse et développons nos hypothèses dans la première partie. Dans la seconde partie, nous exposons notre méthode d'investigation et les résultats sont discutés dans la troisième partie. Enfin, nous concluons dans une dernière partie.

## **1. Le cadre d'analyse**

Nous partons de l'hypothèse que la performance des entreprises familiales peut être liée à leurs modes de gouvernance. A cet effet, nous considérons que les économies de coûts d'agence que procure la direction familiale peuvent être contrebalancées par les effets d'un enracinement familial « illégitime ». L'enracinement familial « illégitime » est celui qui est lié au contrôle des droits de vote, c'est-à-dire au pouvoir de nommer et révoquer le dirigeant. Cependant, l'enracinement peut avoir des effets négatifs ou positifs sur la performance de l'entreprise. L'enracinement du dirigeant familial peut être positif lorsqu'il favorise la prise

de décisions d'investissements conformes au principe de « convergence des intérêts ». Il est par contre négatif lorsque le dirigeant familial se maintient à la direction uniquement en raison de l'excès de pouvoir familial sur les « stakeholders », par rapport à sa performance. C'est pourquoi nous distinguons deux catégories d'entreprises familiales où ce risque d'enracinement « illégitime » ou « opportuniste », sans être totalement exclu, est du moins fortement réduit, de la catégorie traditionnelle d'entreprise où la famille contrôle et dirige.

La première catégorie où le risque d'enracinement « illégitime » est limité est celle où le dirigeant est extérieur à la famille alors que sa nomination dépend de celle-ci. Nous supposons que le pouvoir de nomination/révocation de la famille réduit les formes du risque d'enracinement du dirigeant non familial, comme cela semble être le cas chez Peugeot<sup>2</sup>. La deuxième est celle où la famille du dirigeant n'a pas le contrôle principal de l'entreprise, comme c'est le cas par exemple avec la famille Riboud. La première thèse se fonde sur les travaux de Burkart et al. (2003) qui ont formalisé les avantages et les inconvénients du recours à un dirigeant extérieur à la famille. Notre deuxième thèse est inspirée de Neubauer et Lank (1998) qui considèrent qu'une entreprise reste familiale alors même que la famille n'en est pas l'actionnaire principal, dès lors que le dirigeant appartient à la famille fondatrice.

A cet effet, nous distinguons trois formes de gouvernance familiale et une forme de gouvernance non familiale. Le mode de gouvernance où la direction et le contrôle de l'entreprise sont familiaux est celui qui peut procurer des économies de coûts d'agence, mais aussi générer des coûts d'enracinement familial. Le mode de gouvernance où la famille contrôle avec un dirigeant extérieur réduit le risque d'enracinement familial, comme celui où la famille dirige mais ne possède pas le contrôle de l'entreprise.

### ***1.1. La réunion des fonctions de contrôle et de direction comme moyen d'économie de coûts d'agence dans les entreprises familiales***

La seule forme de gouvernance prise en compte initialement dans la littérature de l'entreprise familiale est celle où la famille réunit les critères de contrôle et de direction. Elle est présentée par la théorie traditionnelle de l'agence comme une structure organisationnelle réduisant les

---

<sup>2</sup>. « La rotation du dirigeant est indispensable afin qu'il n'acquière pas une légitimité pouvant mettre en péril la légitimité familiale puisqu'à l'exemple d'un Jacques Calvet, un dirigeant qui reste aux commandes sur une longue période finit par s'identifier (et être identifié) fortement à l'entreprise » (Pichard Stamford, 2002).

risques de comportements déviants des agents du fait de la confusion des rôles de principal et d'agent. Les acteurs familiaux n'ont pas d'intérêt à agir contre ce qui représente leur capital et patrimoine (Fama et Jensen 1983). Toutefois, des problèmes spécifiques peuvent apparaître, comme des dissensions dans l'actionnariat familial ou entre celui-ci et les autres actionnaires (Caby et Hirigoyen 2002).

Ces études considèrent que l'entreprise contrôlée et dirigée par la famille bénéficie d'un avantage concurrentiel, du fait de la « convergence des intérêts » entre la direction et les actionnaires familiaux. Les coûts de surveillance sont moindres (Daily et Dollinger 1992), la réputation plus digne de confiance et les coûts de transaction inférieurs (Aronoff et Ward 1995).

Les ressources familiales liées aux interactions entre la famille, ses membres, et les affaires créent des ressources imparfaitement imitables, telles que la culture familiale. Ainsi, les actionnaires familiaux ne sont pas anonymes : il y a un véritable *affectio societatis* entre eux, ou pour reprendre l'expression d'Amann (2003) un « *affectio familiaris* ». Pour Allouche et Amann (2001), il est indispensable que les familles construisent des liens émotionnels forts entre leurs membres et cultivent l'attachement au groupe et la fierté d'appartenir à cette famille. Ce lien affectif sera indispensable si la situation se dégrade, pour que la famille fasse corps. Il en résulte un climat de confiance qui est une explication possible des écarts de performance des entreprises familiales. « *In family firms, the economics of trust as well as other phenomena can be examined to advantage in transaction cost economizing terms* » (Williamson, 1996). En outre, « la confiance se traduit (...) vraisemblablement par une baisse du taux de rentabilité requis par les actionnaires » (Charreaux, 1998). « La culture familiale se singularise aussi en développant des réseaux sociaux actifs élargi aux salariés et aux dirigeants non-familiaux d'une part, et à certains partenaires de l'entreprise : fournisseurs, clients etc ..., » (Allouche et Amann, 2002). La confiance pourrait être un vecteur de performance pour l'entreprise familiale pour autant qu'elle crée les conditions d'une régulation complémentaire au marché, permettant une baisse des coûts de transaction (Allouche et Amann 1998).

La majorité des études montrent une meilleure performance de cette catégorie d'entreprise familiale, qui a une rentabilité moyenne largement supérieure à celles des entreprises non familiales (Allouche et Amann 2000), un endettement moins important (Gallo et Vilaseca

1996) et une meilleure capacité d'autofinancement (Allouche et Amann 1997). Celle-ci, conjuguée à une politique de faible distribution de dividendes (Hirigoyen 1984, Calvi-Reveyron 2000), est réinvestie dans l'entreprise. Hirigoyen observe que «... 85 % de ces dirigeants préfèrent utiliser l'autofinancement pour financer leurs investissements ». Si ces études se fondent principalement sur la théorie de l'agence, il est possible d'y voir aussi les effets d'un enracinement familial positif.

L'hypothèse d'un effet positif de l'enracinement développée par Castanias et Helfat (1991), a été reprise notamment par Charreaux (1996), Paquerot (1997) et Pichard-Stamford (2002). Cette thèse considère que les dirigeants réalisent des investissements spécifiques qui leurs permettent de générer des rentes dont les propriétaires de la firme sont indirectement bénéficiaires (Castanias et Helfat, 1991). Cet enracinement positif offrirait une latitude au dirigeant lui permettant de valoriser son capital humain (Charreaux, 2002a). Un « enracinement optimal » du dirigeant résulterait d'une optimisation entre les coûts de contrôle et les gains d'une plus grande latitude discrétionnaire (Charreaux et Desbrières, 1997). Dans ce cadre, Pichard Stamford (2000) considère que dans le cas d'une influence positive sur la performance, on parlera d'un enracinement « légitime » du dirigeant, celui-ci ne confisquant pas de valeur. À l'inverse, une dépréciation de la performance indiquerait un enracinement « opportuniste ».

L'enracinement « légitime » permettrait aussi aux dirigeants de se soustraire aux contraintes à court terme que peuvent exercer, par exemple, le marché des prises de contrôle ou les actionnaires (Paquerot, 1997). Il offrirait aux dirigeants la sérénité suffisante pour entreprendre des investissements créateurs de valeur à long terme, d'autant que dans les entreprises familiales l'enracinement est souvent intergénérationnel (Pichard-Stamford, 2002). Ainsi, dans leur étude des dynasties alsaciennes, Hau et Stoskopf (2005) montrent que les grandes familles industrielles inscrivaient la perspective du long terme comme valeur essentielle de leur développement. Ils rapportent par exemple l'histoire de Juvénal Viellard, maître de forges en Franche-Comté au 19<sup>ème</sup> siècle, qui fit signer à ses trois fils un pacte où ils prenaient « l'engagement solennel de rester unis pendant trente années après le décès de leur père et mère pour l'exploitation des forges et des fabriques », pacte toujours respecté aujourd'hui. De nombreux autres témoignages confirment dans l'histoire des entreprises familiales l'existence de dispositifs explicites obligeant les héritiers à poursuivre la limitation des dividendes distribués et le réinvestissement d'une large partie des bénéfices.

L'enracinement positif du dirigeant familial amène à une conclusion similaire à celle de la convergence des intérêts développée dans le cadre de la théorie de l'agence. Ainsi, la réduction des coûts d'agence permettrait aux sociétés familiales de privilégier le long terme, et d'être moins réactives aux cycles économiques (Ward, 1997). De même, Garvey et Swan (1994) justifient l'enracinement avec des arguments de la théorie normative principal-agent : les coûts liés à l'absence de latitude discrétionnaire seraient supérieurs à ceux induits par l'opportunisme des dirigeants.

Cependant, les sociétés familiales peuvent être moins efficaces en raison de tensions en leur sein, notamment lorsqu'elles s'élargissent aux cousins, à partir de la 3<sup>ème</sup> génération. Des conflits psychologiques dans la famille héritière (rivalité entre enfants, népotisme, ...) peuvent compenser les avantages de la surveillance réduite (Daily et Dollinger, 1992). Par ailleurs, la concentration de la propriété implique une diversification limitée du risque financier et un coût du capital plus élevé (Demsetz et Lehn 1985). Leur contrôle sur la stratégie peut aussi les empêcher d'adopter de nouveaux principes de management plus productifs (Gulbrandsen, 2005).

L'âge de l'entreprise ou des dirigeants familiaux peut également peser sur la performance. Morck et al. (1988) montrent que les entreprises familiales de moins de 30 années d'existence sont mieux valorisées par le marché que celles de plus de 30 ans lorsqu'elles ont un dirigeant familial. Les fondateurs joueraient un rôle entrepreneurial important, alors que leurs descendants seraient enracinés. Pour ces derniers, l'absence de concurrence dans le choix de la personne la plus qualifiée pour diriger l'entreprise, associée à un plus grand enracinement managérial peut amener à des choix sous-optimaux (Gomez Meija et al., 2001).

Il convient alors d'étudier les formes de gouvernance familiale susceptibles de réduire ce risque d'enracinement « illégitime » ou « opportuniste ».

### ***1.2. La séparation des fonctions de contrôle et de direction comme moyen de réduire les coûts d'enracinement dans les entreprises familiales***

L'enracinement est analysé ici dans la conception traditionnelle développée par Shleifer et Vishny (1989). Les dirigeants chercheraient à neutraliser les différents mécanismes disciplinaires de façon à disposer d'une latitude managériale maximale, notamment en



désignant des administrateurs fidèles au conseil d'administration. Dans cette conception, l'enracinement est destructeur de valeur du fait d'un comportement « opportuniste » des dirigeants. Paquerot (1997) définit cette forme d'enracinement des dirigeants comme un excès de pouvoir sur les partenaires par rapport à leurs performances. La tendance des dirigeants familiaux français à s'enraciner étant statistiquement significative par rapport aux dirigeants des entreprises non familiales selon Pichard-Stamford (1997), nous analysons deux formes de gouvernance familiale où la séparation des fonctions de contrôle et direction permet de réduire les aspects négatifs du risque d'enracinement familial. La première est celle où un dirigeant extérieur supposé plus performant voit sa nomination dépendre de la famille. Dans la deuxième, la famille du dirigeant appartient n'est pas l'actionnaire principal de l'entreprise.

### ***1.2.1. Le recours à un dirigeant extérieur comme solution à l'enracinement « opportuniste »***

Cette forme de gouvernance formalisée par Burkart et al. (2003) est celle où la famille qui contrôle l'entreprise, recrute un dirigeant extérieur, supposé être plus performant. Le risque d'appropriation de bénéfices privés par ce dirigeant réapparaît alors, ce qui implique d'engager une surveillance dont le coût est lié au degré de protection légale des actionnaires. Si le gain de performance est plus élevé que ce coût, la famille a intérêt à recruter un dirigeant extérieur.

La variation de cette protection légale suivant les pays explique probablement les différences de structures de propriété choisies (La Porta et al. 1997). L'entreprise doit être organisée de manière à rentabiliser l'abandon des avantages non pécuniaires liés à la direction de l'entreprise (Demsetz et Lehn, 1985), ainsi que de ses gains privés (Faccio et Lang, 2002) par le recrutement d'un dirigeant extérieur plus compétent que les héritiers. « La littérature suggère qu'un des éléments du choix (dirigeant professionnel ou non) dépend de l'importance de la protection légale accordée aux actionnaires familiaux » (Allouche et Amann 2002). Les coûts de surveillance étant plus élevés en Europe continentale qu'aux Etats-Unis et en Angleterre selon La Porta et al. (1997), on y observe une plus grande concentration de l'actionnariat pour suppléer la faiblesse de la protection accordée aux actionnaires.

Le modèle de Burkart et al. (2003) montre qu'une protection légale faible amène la famille à conserver le management, qu'une protection forte lui permet de recruter un manager

extérieur, et qu'entre ces deux extrêmes, le recrutement d'un manager extérieur est accompagné par le maintien d'une grande part des droits de vote dans la famille, pour pouvoir surveiller le manager. Dans un contexte de protection moyenne, les familles des entreprises européennes semblent avoir intérêt à conserver la majorité des droits de vote ce qui leur permet de choisir et de révoquer le dirigeant (Allouche et Amann 2002). La qualité de la relation bilatérale entre le dirigeant professionnel et le représentant familial devient alors primordiale. Selon Pichard-Stamford (2002), « le modèle de l'enracinement du dirigeant familial est en quelque sorte inversé : si dans la logique de l'enracinement, le dirigeant a intérêt à affaiblir la portée des mécanismes disciplinaires, dans la logique de la délégation, l'héritier gagne à les renforcer ». En recevant fréquemment les dirigeants de l'entreprise, Peugeot préserve les liens de la famille avec l'entreprise et continue de recueillir les informations capitales.

Dans ce cadre, Barth et al. (2005) montrent que les entreprises familiales norvégiennes dirigées par la famille, sont sensiblement moins productives que celles dirigées par une personne extérieure. « ... *The "culprit" is the management function. Ownermanagement is significantly less productive compared to external management. The productivity difference is about 14 %* ». Dans le même sens, Gulbrandsen (2005) montre que les entreprises familiales avec un dirigeant professionnel présentent nettement plus de caractéristiques de flexibilité au niveau des ressources humaines (autonomie, polyvalence...).

Cependant, Anderson et Reeb (2003) montrent que les entreprises familiales du S&P 500, sont plus performantes (q de Tobin et ROA) avec un dirigeant familial, suggérant que direction et contrôle familial ont un impact positif sur la valeur de la firme. Maury (2006) montre que les entreprises européennes dirigées par la famille ont de meilleures performances (q de Tobin et ROA), alors que celles qui ont un dirigeant extérieur ont des performances similaires aux entreprises non familiales.

Enfin, les études de Villalonga et Amit (2006) ou de Maury (2006) montrent des résultats intermédiaires : les entreprises les plus performantes sont celles où un membre de la famille est soit CEO, soit Chairman avec un CEO extérieur.

### ***1.2.2. Le dirigeant d'une famille qui n'est pas l'actionnaire principal comme vecteur d'économie de coût d'agence***

Le troisième aspect de la gouvernance familiale modélisé par Neubauer et Lank (1998) est celui où l'entreprise est dirigée par un membre d'une famille qui n'est pas majoritaire, ni même l'actionnaire principal. L'entreprise est familiale parce que son dirigeant applique les valeurs de la famille. La société Danone correspond à cette définition de l'entreprise familiale. Son dirigeant, Franck Riboud est le fils d'Antoine qui a lui-même transformé l'entreprise Souchon Neuvesel de son oncle Eugène Souchon pour en faire le n° 1 mondial des produits laitiers. Le modèle de Neubauer et Lank est présenté dans le tableau 1.

**Tableau 1 : Matrice propriété-management (Neubauer et Lank, p.7).**

		Management			
		Familial		Non familial	
Propriété	Familiale	X	Contrôle et Direction	Contrôle	Y
	Non familiale	Z	Direction	Sortie	O

Dans cette hypothèse, la direction familiale ne dépendant pas d'un enracinement lié à un contrôle prépondérant apporte les effets positifs de la culture familiale. « Lorsqu'on grandit dans une maison où les affaires de l'entreprise sont discutées non seulement en famille mais aussi avec les partenaires d'affaires invités à la table familiale, un système de transmission de valeurs se met en place » (Kenyon-Rouviniez et al, 2005).

De plus, en élargissant le champ d'étude au delà de la frontière de la définition traditionnelle de l'entreprise familiale, qui se concentre sur la participation formelle des parents, Anderson et al. (2005) montrent qu'un quart des réseaux des entreprises familiales reposent sur les parents, dont la plupart travaillent en dehors de l'entreprise familiale. L'héritage social est notamment constitué de tous les réseaux de connaissances établis par la famille au fil des générations. Ces liens fournissent une gamme de ressources très importantes, de nature professionnelles et affectives et prolongent l'entreprise familiale sans encourir les risques des liaisons externes.

Dans ce cadre, Anderson et Reeb (2003) montrent que les entreprises familiales sont plus performantes quand elles sont dirigées par une famille ne contrôlant pas plus d'un tiers du capital, et que l'accroissement de la part familiale affecte négativement la performance. Au-delà de 60 %, ces entreprises deviennent moins performantes que les entreprises non familiales : « *Family firms are associated with better performance than nonfamily firms up to about 60 percent ownership* ». Ils voient dans cette corrélation négative entre la performance de l'entreprise dirigée par la famille et la part du capital qu'elle détient au-delà d'un seuil d'environ 30 % (en dessous de 30 % la corrélation est positive) une conséquence du risque d'enracinement : « *In other words, when families have the greatest control of the firm, the potential for entrenchment and poor performance is the greatest* ». Maury (2006) trouve également que les bénéfices d'une direction familiale sont plus élevés lorsque la famille est minoritaire.

Cette argumentation nous conduit à utiliser la définition de l'entreprise familiale de Neubauer et Lank (1998). Les entreprises à direction et contrôle familial, à contrôle familial et direction extérieure ou à direction familiale et contrôle extérieur, sont toutes les trois, des entreprises familiales, avec des modes de gouvernance différents. C'est à partir de cette définition de l'entreprise familiale que nous avons testé les trois hypothèses suivantes.

**Hypothèse de la « *convergence des intérêts* » et/ou de l'enracinement « *légitime* » :** Les entreprises dirigées et/ou contrôlées par la famille sont plus performantes que les entreprises familiales avec dirigeant extérieur et que les entreprises non familiales.

**Hypothèse de l'« *enracinement familial opportuniste* » :** Les entreprises qui réduisent le risque d'enracinement familial « opportuniste » sont plus performantes que les entreprises familiales contrôlées et dirigées par la famille.

**Hypothèse de la « *neutralité* » :** Il n'y a pas de différence de performance entre les différents modes de gouvernance des entreprises familiales et les entreprises non familiales.

## 2. La méthode d'analyse

L'étude a été réalisée à partir de la base de données constituée en 2001 par « l'Observatoire des Entreprises Moyennes en Europe » du CESAG<sup>3</sup> sur « le développement et les rentabilités des entreprises moyennes », dans le cadre du programme ADAPT des Communautés Européennes. Cette enquête sur les entreprises moyennes<sup>4</sup> permet notamment d'identifier les entreprises détenues majoritairement par une famille, et celles dont l'équipe dirigeante est principalement familiale.

Avant d'exposer nos résultats, nous présentons l'échantillon, les variables dépendantes, ainsi que les diverses variables explicatives.

### 2.1. Les caractéristiques de l'échantillon

Cette enquête porte sur un panel de 637 entreprises de 11 pays européens. Ce panel a été réduit pour les besoins de cette étude à 418 entreprises (en raison de données manquantes) dont la répartition est donnée dans le tableau suivant :

**Tableau 2. Répartition des entreprises par pays**

Pays	Nombre	Poids	Pays	Nombre	Poids
Allemagne	26	6,2%	France	81	19,4%
Angleterre	27	6,4%	Pays-Bas	40	9,6%
Autriche	17	4,0%	Irlande	7	1,7%
Belgique	35	8,4%	Italie	92	22,0%
Espagne	28	6,7%	Portugal	53	12,7%
Finlande	12	2,9%	Total	418	100,0%

Il est à noter que dans cette base de données, l'Italie et la France ont un poids plus important, alors que l'Allemagne et l'Angleterre ont un poids moins élevé que leur poids réel au niveau des 11 pays européens. Des différences importantes apparaissent entre pays, les entreprises familiales représentant de 41 % (Autriche, Finlande) à 79 % (Portugal, Italie) des entreprises

<sup>3</sup>. Sous la direction de Mme Urban, Laboratoire CESAG- IECS Université Robert Schuman.

<sup>4</sup>. L'observatoire des Entreprises Moyennes en Europe identifie l'entreprise moyenne par un nombre de salariés se situant dans la fourchette 20-50 et 500 salariés.

suivant les pays. L'étude portant sur des entreprises de moins de 3000 salariés, seulement 3 % des entreprises de l'échantillon sont cotées en bourse. En raison de la définition de l'entreprise moyenne utilisée pour constituer cette base de données, la répartition des entreprises par taille a été effectuée à partir des effectifs salariés.

**Tableau 3. Répartition des entreprises par effectif**

	EFFECTIF				Total
	< 50	50 à 250	251 à 500	> 500	
EF <sup>5</sup> contrôlée et dirigée	9,6%	76,0%	7,2%	7,2%	100,0%
EF contrôlée	6,7%	65,0%	6,7%	21,7%	100,0%
EF dirigée	9,4%	59,4%	18,8%	12,5%	100,0%
Entreprise non familiale	5,7%	59,5%	12,0%	22,8%	100,0%
Ensemble	7,7%	66,9%	9,8%	15,6%	100,0%

L'échantillon est constitué principalement d'entreprises entre 50 et 250 salariés. Les entreprises ayant un dirigeant familial ont généralement moins de salariés que les autres entreprises, alors que la part des entreprises familiales de plus de 500 salariés ayant un dirigeant extérieur est quasiment identique à celle des entreprises non familiales.

L'Observatoire des Entreprises Moyennes en Europe a réparti les entreprises en cinq macro-secteurs en fonction des codes NACE<sup>6</sup>.

**Tableau 4. Répartition des entreprises par macro-secteurs<sup>7</sup>**

Macro-secteurs	1	2	3	4	5	Total
Codes NACE	15 à 19	20 à 28	29 à 37	40 à 45	74	
EF contrôlée et dirigée	22,8%	36,5%	22,8%	8,4%	9,6%	100,0%
EF contrôlée	23,3%	31,7%	20,0%	11,7%	13,3%	100,0%
EF dirigée	31,3%	31,3%	15,6%	9,4%	12,5%	100,0%
Entreprise non familiale	10,1%	38,4%	28,3%	7,5%	15,7%	100,0%
Ensemble	18,7%	36,1%	23,9%	8,6%	12,7%	100,0%

<sup>5</sup>. EF : entreprise familiale.

<sup>6</sup>. La NACE est la Nomenclature des Activités économiques dans la Communauté Européenne.

<sup>7</sup>. La composition des 5 macro-secteurs est jointe en annexe.

Les entreprises se situent essentiellement dans les trois macro-secteurs composées d'entreprises industrielles. Les entreprises familiales sont plus nombreuses dans le macro-secteur 1 et moins nombreuses dans le macro-secteur 3 que les entreprises non familiales. Dans les macro-secteurs les plus importants la répartition des quatre catégories d'entreprises est à peu près homogène, à l'exception des entreprises dirigées par une famille minoritaire pour le macro-secteur 3.

La répartition des entreprises par âge a été effectuée en constituant des classes d'âge de 30 années, ce qui correspond assez bien à la durée de direction d'une génération, mais aussi à la distinction opérée par Morck et al. (1988).

**Tableau 5. Répartition des entreprises par âge**

Age des entreprises	< 30	30 à 59	> 60	Total
EF contrôlée et dirigée	50,0%	34,7%	15,3%	100,0%
EF contrôlée	59,1%	36,4%	4,5%	100,0%
EF dirigée	69,2%	23,1%	7,7%	100,0%
Entreprise non familiale	59,4%	24,6%	15,9%	100,0%
Ensemble	56,3%	30,1%	13,6%	100,0%

On constate que parmi les entreprises familiales, celles qui réunissent le contrôle et la direction sont généralement plus anciennes que celles séparant ces fonctions, ce qui pourrait être expliqué par un enracinement familial. De plus, les entreprises dirigées par une famille non majoritaire sont les plus nombreuses parmi les entreprises de moins de 30 années.

Enfin, la répartition des entreprises de cette base de données selon la matrice propriété-management de Neubauer et Lank (1998) est présentée dans le tableau 6.

**Tableau 6. Répartition des catégories d'entreprises de l'échantillon**

		Management		Total
		Familial	Extérieur	
Contrôle des votes	Familial	40,0 %	14,4 %	54,4 %
	Extérieur	7,6 %	38,0 %	45,6 %
	Total	47,6 %	52,4 %	100,0%

On constate que plus de la moitié des entreprises de l'échantillon sont contrôlées par une famille (54,4 %), et parmi celles-ci un peu plus d'un quart ont un dirigeant extérieur à la famille (14,4 / 54,4). Parmi les entreprises dirigées par la famille, 16 % ne sont pas contrôlées par celle-ci (7,6 / 47,6). Parmi ces dernières plus de la moitié ne sont plus que des actionnaires marginaux.

## ***2.2. La variable explicative***

La rentabilité des entreprises est testée à partir du ratio du résultat net sur le chiffre d'affaires. Cette variable a été choisie dans la mesure où elle sert de base à la distribution des dividendes, qui est généralement moins élevée dans les entreprises familiales, mais aussi à la capacité d'autofinancement après dividendes, qui est généralement plus élevée dans les entreprises familiales.

Cette variable permet de comparer les résultats de sociétés imposées dans 11 pays de la communauté européenne. Le recours au résultat net après impôt ne devrait pas affecter nos résultats pour deux raisons. Tout d'abord, selon l'étude réalisée par Ernst et Young Law sur l'attractivité du site France en 2003, l'impôt sur les sociétés, qui frappe les bénéfices réalisés par les entreprises a été ramené autour de 33 % pour la plupart des pays d'Europe<sup>8</sup>. Par ailleurs si des différences significatives devaient subsister, celles-ci ne devraient pas trop biaiser nos résultats dans la mesure où notre étude ne porte pas sur des pays mais sur des modes de gouvernance d'entreprises. Si un effet de fiscalité devait jouer pour un ou plusieurs pays, il ne serait donc pas discriminant dans la mesure où nous devrions le retrouver de façon homogène dans nos quatre catégories.

## ***2.3. Les modes de gouvernance des entreprises familiales***

Nous distinguons trois modes de gouvernance de l'entreprise familiale. Le premier, traditionnel, est celui où la théorie de l'agence suppose une convergence des intérêts, l'entreprise étant contrôlée et dirigée par une famille. Dans ce mode de gouvernance familial, les deux modalités de la théorie de l'enracinement, « légitime » ou « opportuniste », peuvent être présentes, ce qui pourrait expliquer les résultats divergents des études sur la performance



des entreprises familiales, suivant que l'un des éléments l'emporte sur l'autre dans les différents échantillons constitués. C'est la raison pour laquelle nous distinguons deux autres modes de gouvernance familiale où le risque d'enracinement familial « opportuniste » est réduit.

Le deuxième mode de gouvernance, plus récent dans la théorie de l'entreprise familiale permet de réduire le risque d'enracinement opportuniste étant donné que le dirigeant est extérieur à la famille. Par contre, la famille supporte alors deux types de coût : le coût de surveillance d'une part, et la perte des avantages non pécuniaires (*amenity potential*) d'autre part. Les actionnaires français ayant une protection légale moyenne selon La Porta et al. (1997), nous supposons, comme le suggère le modèle de Burkart et al (2003) que la famille conserve la majorité des droits de vote pour rentabiliser le coût de surveillance. Concernant les avantages non pécuniaires, nous considérons comme Burkart et al (2003) que si la famille accepte de les perdre en nommant un dirigeant extérieur, c'est que ces avantages sont moins élevés que l'avantage de performance obtenu.

Le troisième mode de gouvernance suggéré par Neubauer et Lank (1998), a très peu été étudié, et à notre connaissance, jamais directement. Dans ce mode, le dirigeant fait partie d'une famille qui n'a pas le contrôle principal de l'entreprise familiale. Nous supposons que ce mode de gouvernance amène deux avantages importants : d'une part, il réduit le risque d'enracinement lié à la détention de la majorité des droits de vote, et d'autre part, il permet de conserver la convergence d'intérêt. En effet, même si la famille n'est pas l'actionnaire principal, une partie de son patrimoine reste lié à la valeur de l'entreprise, et elle peut en reprendre le contrôle par la suite. Ainsi, la dynastie alsacienne de Dietrich qui ne détenait plus que 30 % du capital en 1998 de la société éponyme<sup>9</sup>, est redevenue le seul actionnaire après l'offre publique de retrait de la bourse en 2001.

### 3. Les résultats

Nous présentons d'abord les résultats des analyses de la variance et les tests de comparaisons multiples ou post hoc, avant de les interpréter.

---

<sup>8</sup>. Et notamment les 11 pays étudiés ici.

<sup>9</sup>. Cette société familiale fondée en 1685 qui est à la 10<sup>ème</sup> génération a par ailleurs un dirigeant extérieur.

### 3.1. Les résultats des analyses de variance

L'analyse de la variance permet de comparer les moyennes des quatre groupes afin d'inférer une relation entre le mode de gouvernance et le résultat net sur chiffre d'affaires.

**Tableau 7 : Tests d'homogénéité des variances**

Tests d'égalité des moyennes				
RESNETsCA				
	Statistique(a)	ddl1	ddl2	Sig.
Welch	2,238	3	93,911	0,089

a. Distribution F asymptotique.

La statistique de Welch montre une différence de moyenne significative au seuil de 10 %, entre les quatre groupes. Pour mesurer ces différences nous avons réalisé des tests de comparaison multiples.

### 3.2. Les résultats des tests de comparaisons multiples

Le test de la plus petite différence significative de Fisher (LSD) est équivalent à une procédure de test t multiples, dans laquelle toutes les moyennes sont comparées deux à deux par des tests t classiques. Les résultats présentés dans le tableau 5 montrent qu'il y a des différences de moyennes significatives entre les trois modes de gouvernance familiale au seuil de 10 %.

**Tableau 8 : Tests Post Hoc LSD – Comparaisons multiples**

#### Tests post hoc - Comparaisons multiples LSD

Variable dépendante : Résultat net sur chiffres d'affaires

(I) EF NEF	(J) EF NEF	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	< 0,10 = *
EF contrôlée et dirigée	EF contrôlée	-4,67	2,70	<b>0,085</b>	*
	EF dirigée	-6,53	3,47	<b>0,060</b>	*
	NEF	-3,03	1,99	0,128	
EF contrôlée	EF contrôlée et dirigée	4,67	2,70	<b>0,085</b>	*
	EF dirigée	-1,87	3,93	0,636	
	NEF	1,63	2,72	0,549	
EF dirigée	EF contrôlée et dirigée	6,53	3,47	<b>0,060</b>	*
	EF contrôlée	1,87	3,93	0,636	
	NEF	3,50	3,48	0,316	
NEF	EF contrôlée et dirigée	3,03	1,99	0,128	
	EF contrôlée	-1,63	2,72	0,549	
	EF dirigée	-3,50	3,48	0,316	

Ces tests confirment l'hypothèse que la modalité de l'enracinement familial « opportuniste » l'emporte dans les entreprises contrôlées et dirigées par la famille de notre échantillon. Les deux modes de gouvernance familiale qui réduisent ce risque ont une performance nettement plus élevée : de 4,7 points en moyenne pour les entreprises familiales avec un dirigeant extérieur, et de 6,5 points en moyenne pour les entreprises dirigées par la famille qui n'est pas l'actionnaire principal. Ces résultats sont similaires à ceux de Barth et al. (2005) concernant la meilleure performance des entreprises familiales ayant un dirigeant extérieur. Ils montrent également que les entreprises dirigées par une famille minoritaire ont une meilleure performance, conformément à l'hypothèse de Neubauer et Lank (1998) et aux résultats de Anderson et Reeb (2003). Une explication possible est l'hypothèse que la convergence des intérêts continue à jouer dans le cas où l'entreprise familiale continue à être dirigée par la famille dans la mesure où elle représente un capital financier et affectif qu'elles souhaitent transmettre à leurs héritiers. De plus, comme le montrent Anderson et al. (2005) les réseaux des entreprises familiales reposent sur la famille dont la plupart des membres travaillent en dehors de l'entreprise familiale.

Inversement, l'hypothèse de la convergence des intérêts et/ou de l'enracinement positif n'est pas vérifiée pour les entreprises familiales contrôlées et dirigées par la famille. En effet, non seulement leur performance est moins élevée que pour les deux autres modes de gouvernance familiale, mais en outre, elle n'est pas significativement différente de celle des entreprises non familiales. Une explication pourrait être que l'enracinement du dirigeant familial lui permet de prélever des avantages non pécuniaires ayant pour effet de réduire le résultat net, conformément à l'hypothèse de Demsetz and Lehn (1985) et de Burkart et al (2003). Cet enracinement serait « illégitime » (Paquerot, 1997) ou « opportuniste » (Pichard-Stamford, 2000). Une autre explication possible est que les actionnaires familiaux privilégient l'émotionnel au rationnel comme le suggèrent Gomez-Mejia et al. (2001). On peut penser que c'est cette dernière explication qui a motivé le président du conseil de surveillance de Peugeot, lorsqu'il s'est opposé à ce que son cousin, Robert Peugeot, prenne la présidence du directoire en 2007.

Enfin, les tests concernant la performance entre les modes de gouvernance des entreprises familiales et des entreprises non familiales, semblent conclure en faveur de l'hypothèse de neutralité.

### 3.3. La variable de contrôle

Les entreprises étant réparties en 5 macro secteurs (MS) selon le schéma du tableau 4, nous avons vérifié si les rentabilités comparées des entreprises de notre échantillon n'étaient pas affectées par leur secteur d'activité.

**Tableau 9 : Répartition des entreprises par macro secteurs**

	Effectifs	Pourcentage
MS1 Industrie alimentaires et textiles	78	18,7
MS2 Industrie de transformation en produits intermédiaires	151	36,1
MS3 Industrie mécanique	100	23,9
MS4 Secteur énergie et construction	36	8,6
MS5 Services aux entreprise	53	12,7
Total	418	100,0

A cette fin, nous avons effectué les mêmes tests sur les entreprises du macro secteur 2, qui comprend suffisamment d'entreprises des quatre catégories pour que leurs résultats soient significatifs. On y retrouve le même classement des quatre catégories d'entreprises en fonction de leur rentabilité, et les résultats sont statistiquement significatifs au seuil de 1 %.

### Conclusion

L'objet de cette communication était de vérifier si la performance des entreprises familiales est fonction de leurs modes de gouvernance. Son intérêt réside dans le fait qu'il cherche à expliquer les résultats divergents concernant les entreprises familiales, en distinguant deux hypothèses d'enracinement du dirigeant familial. L'une, classique depuis l'article de Burkart et al. (2003) qui consiste à opposer le dirigeant familial au dirigeant extérieur, l'autre, qui à notre connaissance n'a jamais été testée, opposant le dirigeant d'une famille qui n'est pas l'actionnaire principal aux autres dirigeants. Ces deux hypothèses sont intéressantes dans un contexte européen où l'actionnariat est plus fortement concentré qu'aux Etats-Unis, et où la protection légale des actionnaires y est moins forte (La Porta et al., 1997).

Nos tests font apparaître trois résultats intéressants. Premièrement, les entreprises familiales qui réduisent le risque d'enracinement familial « opportuniste » sont plus performantes que les entreprises familiales où ce risque est potentiel. De plus cette performance est meilleure lorsque la famille dirige sans être l'actionnaire principal, c'est-à-dire lorsque le risque

d'enracinement familial « opportuniste » étant réduit, la convergence d'intérêt apporte une réelle économie de coût d'agence. Dans la pratique, de nombreuses familles qui ne sont pas l'actionnaire majoritaire ou principal de l'entreprise éponyme souhaitent transmettre, et même valoriser, leur patrimoine à leurs descendants.

Deuxièmement, les tests ne permettent pas de confirmer l'hypothèse de la convergence des intérêts lorsque la famille contrôle et dirige l'entreprise. Ce mode de gouvernance familial est le moins performant, confirmant sans doute par là l'hypothèse d'enracinement familial « opportuniste » et/ou l'existence d'avantages non pécuniaires importants pour la famille. Ainsi, l'hypothèse de l'enracinement « légitime » ou « positif » n'est pas corroborée par nos tests.

Troisièmement, les tests semblent confirmer l'hypothèse de la neutralité entre les entreprises familiales, quelque soit leurs modes de gouvernance et les entreprises non familiales.

Cette recherche présente essentiellement trois limites. La première réside dans la variable de performance utilisée. La deuxième résulte de l'hypothèse implicite que la variable déterminante de discrimination des modes de gouvernance familiale est l'enracinement familial « opportuniste ». Enfin la troisième limite vient du fait que nous n'avons pas pu tester véritablement l'hypothèse de l'enracinement positif, la base de données ne fournissant pas l'âge du dirigeant. Cette dernière limite ouvre des perspectives de recherches futures, que nous comptons développer à l'avenir.

Enfin, les résultats obtenus conduisent à poser plusieurs questions :

- la nouvelle lecture de la théorie positive de l'agence de Jensen et Meckling (1976) faite par Charreaux (1999) pourrait-elle constituer un cadre explicatif en suggérant une relation de coopération entre agent et dirigeant ?
- les développements récents autour de la finance comportementale (Broihane, Merli et Roger, 2004 et Charreaux, 2005) mettant l'accent sur des dimensions de la décision permettraient-ils de rendre compte avec plus de réalisme ce qui avec une perspective standard peut apparaître comme des anomalies ? Des biais comportementaux aussi bien individuels que collectifs y sont étudiés en vue d'élargir le pouvoir explicatif des théories de la gouvernance. Ainsi, des caractéristiques présentes avec force dans l'entreprise familiale comme l'égoïsme limité amènent les entrepreneurs familiaux à se sentir débiteurs « des générations passées auxquelles ils devraient leur situation et leur position avantageuse, mais

aussi des générations à venir qui étaient en droit de leur demander des comptes » (Hau et Stoskopf, 2005).

## Bibliographie

- Allouche J. et Amann B. (1997), «Le retour triomphant du capitalisme familial», *L'expansion management Review* n° 85, p.92-99.
- Allouche J. et Amann B. (1998), «La confiance, une explication aux performances des entreprises familiales», *Économie et Société, série S.G.*, n° 8/9, p.129-154.
- Allouche J. et Amann B. (2000), «L'entreprise familiale : un état de l'art», *Revue Finance Contrôle Stratégie* 3, n° 1, p.33-79.
- Allouche J. et Amann B. (2002), «L'actionnaire dirigeant et l'entreprise familiale», *Revue Française de gestion*, 28/141, p.109-130.
- Amann B. (2003), «Les spécificités de l'entreprise familiale», Colloque AJDA, UPPA.
- Anderson R. et Reeb D. (2003), «Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500», *Journal of Finance*, n° 3, p.1301-1328.
- Anderson R., Jack S. et Dodd S. (2005), «The Role of Family Members In Entrepreneurial Networks: Beyond the Boundaries of the Family Firm», *Family Business Review* 13, n° 2, p.135-154.
- Aronoff C. et Ward J. (1995), «Family-Owned Businesses: A thing of the Past or a Model of the Future ?» *Family Business Review*, 8(2), p.121-130.
- Barth E., Gulbrandsen T. et Schone P. (2005), «Family Ownership and Productivity: the Role of Owner-Management», *Journal of Corporate Finance*, n° 11, p.107-127.
- Broihane M., Merli M., Roger P., «Finance comportementale», Paris, Economica, 2004.
- Burkart M., Panuzzi F. et Schleifer A. (2003), «Family Firms», *Journal of Finance*, n° 5, p.2167-2201.
- Caby J. et Hirigoyen G., «La gestion des entreprises familiales», Paris, Economica 2002.
- Calvi-Reveyron M. (2000), «Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionnariat ?», *Finance, Contrôle et Stratégie*, vol. 3, n°1, p. 81-116.
- Castanias R.P. et Helfat C.E., « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, vol. 17, n° 1, 1991 p. 155-171.
- Charreaux G. (1991), « Structures de propriété, relations d'agence et performances financières », *Revue économique*, n°3, p.521-552.
- Charreaux G. (1998), «Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises», *Économies et Sociétés, Sciences de Gestion*, n°8-9, p.47-65.
- Charreaux G. «La théorie positive de l'agence : lecture et relectures...», dans «De nouvelles Théories pour Gérer l'Entreprise du XXIe siècle» coordonné par Koenig G., Paris, Economica, 1999, p. 61-141.
- Charreaux G. (2002a), «Variation sur le thème : À la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 5, n° 3, septembre 2002, p. 5-68.
- Charreaux G. (2002b), «L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives», *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, p.77-107.
- Charreaux G. (2005), «Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale. Une réflexion exploratoire...», *Revue Française de Gestion*, n° 157, p.215-238.
- Charreaux G. et Desbrières P. (1997), « Le point sur le gouvernement des entreprises » Working Papers FARGO 0970701, Université de Bourgogne - LEG/Fargo.

- Daily C. et Dollinger M. (1992), «An Empirical Examination of Ownership. Structure in Family and Professionally Managed Firms», *Family Business Review* 5, n° 2 p.117-136.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), «The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy* 93, p.1155-1177.
- Faccio M. et Lang L. (2002), «The Ultimate Ownership of Western European Corporations», *Journal of Financial Economics*, vol. 63, n° 3, p.365-395.
- Fama E. et Jensen M. (1983), «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics* 26, p.301-326.
- Gallo M. et Vilaseca A. (1996), «Finance in Family Business», *Family Business Review*, vol. n° 4, p.387-401.
- Garvey G.T. et Swan P.L. (1994). «The Economics of Corporate Governance, Beyond the Marshallian Firm», *Journal of Corporate Finance*, 1, n°2, p.139-174.
- Gomez-Mejia L., de Manuel N. et Gutierrez I. (2001), «The Role of Family Ties in Agency Contracts», *Academy of Management Journal* 44/1, p.81-95.
- Gulbrandsen T. (2005), «Flexibility in Norwegian Family-Owned Enterprises», *Family Business Review*, n° 1, p.57-76.
- Habbershon T. et Williams M. (1999), «A Resource-Based-Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms», *Family Business Review* 12, n° 1, p.1-22.
- Hau M. et Stoskopf N. «Les dynasties alsaciennes», ed. Perrin, Paris, 2005.
- Hirigoyen G. (1984), «Contribution à la connaissance des comportements financiers des moyennes entreprises industrielles et familiales», Thèse, Université de Bordeaux I.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics* 3, p. 305-360.
- Kenyon-Rouvinez D. et Ward J., «Les entreprises familiales», Que-sais-je ?, Paris, PUF 2005.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1997), «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance* 52, p.1131-1150.
- Maury B. (2006), «Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations», *Journal of Corporate Finance* 12, p.321-341.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), «Management Ownership and Market Valuation» *Journal of Financial Economics* 20, p.293-315.
- Neubauer F. et Lank A., «The Family Business. Its Governance for Sustainability», McMillan Business, London 1998.
- Paquerot M. (1997), « Stratégies d'Enracinement des Dirigeants, Performance de la Firme et Structures de Contrôle », in *Le Gouvernement des Entreprises*, Ed Economica, p.05-138.
- Pichard-Stamford J.P. (1997), « La contribution du réseau des administrateurs à la légitimation du dirigeant auprès de multiples catégories d'actionnaires », Thèse, Université Montesquieu-Bordeaux 4.
- Pichard-Stamford J.P. (2000), « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie – Vol. 3, n° 4*, p. 143-178.
- Pichard-Stamford J.P. (2002), « L'enracinement des dirigeants familiaux », in *La gestion des entreprises familiales*, Paris, Economica.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1989), « Management Entrenchment : the case of managers specific investments », *Journal of Financial Economics*, 25, p. 123-139.
- Villalonga B. et Amit R. (2006), «How do Family Ownership, Control and Management affect Firm Value?», *Journal of Financial Economics*, Vol. 80 Issue 2, p.385-417.
- Ward J. (1997), « Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices », *Family Business Review* 10, p.323-337.
- Williamson O. (1996), «Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 31(2), p.149–155.

### Annexe : composition des 5 macro-secteurs

<p>MACRO-SECTEUR 1 (MS1) Codes NACE 15 à 19</p>	<p>Industries alimentaires Industrie du tabac Industrie textile Industrie de l'habillement et des fourrures Industrie du cuir et de la chaussure</p>
<p>MACRO-SECTEUR 2 (MS2) Codes NACE 20 à 28</p>	<p>Travail du bois et fabrication d'articles en bois Cokéfaction, raffinage, industries nucléaires Industrie chimique Industrie du caoutchouc et des plastiques Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques Métallurgie Travail des me aux Fabrication de machines et équipements Fabrication de machines de bureau et de matériel informatique</p>
<p>MACRO-SECTEUR 3 (MS3) Codes NACE 29 à 37</p>	<p>Fabrication de machines et appareils électriques Fabrication d'équipements de radio, télévision et communication Fabrication d'instruments médicaux, de précision. d'optique et d'horlogerie Industrie automobile Fabrication d'autres matériels de transport Fabrication de meubles; industries diverses Récupération</p>
<p>MACRO-SECTEUR 4 (MS4) Codes NACE 40 à 45</p>	<p>Production et distribution d'électricité, de gaz et de chaleur Captage, traitement et distribution d'eau Construction</p>
<p>MACRO-SECTEUR 5 (MS5) Code NACE 74</p>	<p>Services fournis principalement aux entreprises</p>