

Valeurs familiales : structure de l'actionnariat, rentabilité et structure du capital des entreprises canadiennes

Michael R. King et Eric Santor

Les études théoriques consacrées au lien entre la concentration de la propriété et la rentabilité de l'entreprise concluent à une relation positive ou négative, ou encore peu significative sur le plan statistique, selon les arbitrages opérés entre l'effet de convergence et l'effet d'enracinement¹. Les études empiriques produisent des résultats tout aussi mitigés, tenant, dans un cas, la spécification des modèles et, dans l'autre, leur estimation. Demsetz et Villalonga (2001) ainsi que Claessens et autres (2002) avancent une première explication. D'après eux, la relation entre l'actionnariat familial et la rentabilité ne peut être cernée si l'on ne distingue pas la propriété (droits aux flux de trésorerie d'une entreprise) du contrôle (détention de voix délibératives au conseil d'administration)². Les travaux qui ne débrouillent pas les effets de convergence et d'enracinement de la propriété et du contrôle risquent d'amalgamer ces facteurs et d'aboutir à des résultats peu concluants.

Un second courant d'interprétation se fonde sur l'hétérogénéité non observée des entreprises : les résultats mitigés s'expliqueraient par des différences systématiques entre les firmes dont la propriété est fortement ou faiblement concentrée. Ces différences causent un problème d'identification : théoriquement, l'actionnariat familial serait un déterminant

de la rentabilité, mais il se pourrait que la rentabilité commande en réalité la forme d'actionnariat³.

Un des défauts des études internationales relatives aux questions de propriété, de rentabilité et de structure du capital est qu'elles concernent majoritairement des pays ou des régions du monde où le cadre législatif et réglementaire ainsi que les structures de marché diffèrent beaucoup de ce qu'on connaît aux États-Unis, si bien qu'il est difficile de dissocier les effets propres à l'entreprise (p. ex., choix de la structure du capital, gouvernance et qualité de la gestion) et les effets propres au pays. De ce point de vue, le Canada offre un terrain d'observation idéal. La législation canadienne sur les sociétés et l'actionnariat s'inspire de précédents américains, ce qui donne aux deux voisins les mêmes assises juridiques (Buckley, 1997). Les deux pays ont aussi le même régime de common law anglais et des règles similaires en matière de communication de l'information financière, et ils protègent les actionnaires de manière analogue (La Porta et autres, 1998 et 2000). Au Canada, la propriété est toutefois plus concentrée qu'aux États-Unis, et les entreprises sont plus nombreuses à émettre des actions à droits de vote différenciés et à posséder une structure pyramidale, deux caractéristiques susceptibles de favoriser l'expropriation des actionnaires minoritaires (Attig, 2005; Morck, Stangeland et Yeung, 2000)⁴. Les entreprises canadiennes se prêtent donc à une analyse contre-factuelle utile, car elles présentent des structures de propriété qui s'apparentent à celles des sociétés

1. L'effet de convergence est l'effet incitatif positif produit par l'actionnariat sur la gouvernance d'entreprise. Plus leur participation dans le capital social d'une entreprise augmente, plus les actionnaires dominants sont incités à surveiller les résultats de l'entreprise. L'effet d'enracinement désigne, par contre, les conséquences négatives de la participation accrue des dirigeants au capital social d'une entreprise, le raisonnement étant que les sociétés qui affichent de mauvais résultats sont à l'abri d'une prise de contrôle. Les dirigeants sont également susceptibles de défendre leurs propres intérêts au détriment de ceux des autres actionnaires.
2. Dans le cadre de notre étude, nous posons comme hypothèse que la possession d'au moins 20 % des actions avec droit de vote confère au porteur le contrôle d'une entreprise.

3. Demsetz et Lehn (1985) sont d'avis qu'un marché efficient conduit à une structure de propriété optimale, car les entreprises à la structure de propriété inefficace ne survivent pas longtemps. La relation entre la propriété et la rentabilité pourrait donc être endogène.
4. Le terme « actions à droits de vote différenciés » recouvre ici trois catégories d'actions en usage au Canada : l'action sans droit de vote, l'action à vote subalterne et l'action à droit de vote restreint. La pyramide renvoie à une situation dans laquelle un actionnaire dominant contrôle une société pyramidale ou une société de portefeuille qui détient des participations de contrôle dans le capital d'un groupe ou d'une chaîne d'entreprises affiliées.

européennes ou asiatiques, mais dans un cadre institutionnel à l'américaine.

Théorie

Une hausse de la part du capital détenue par les initiés ou la présence d'un grand actionnaire peut quelquefois améliorer les résultats de l'entreprise. Par exemple, la participation accrue des initiés au capital social a un effet bénéfique sur la rentabilité, puisqu'elle contribue à rapprocher les intérêts pécuniaires du dirigeant et des autres actionnaires et atténue, du coup, le problème classique de la relation mandant-mandataire. Par ailleurs, bon nombre d'auteurs qui ont étudié la fréquence de la propriété familiale dans le monde disent craindre que la concentration de la propriété ne nuise à la rentabilité des firmes, surtout quand existent des mécanismes de renforcement du contrôle. Cette concentration facilite parfois l'enracinement de dirigeants médiocres, la captation de ressources aux dépens des actionnaires minoritaires et une mauvaise allocation des capitaux. De même, elle peut conduire à une réduction de l'investissement ou de son efficacité. Lorsque la propriété familiale et les mécanismes de renforcement du contrôle dominant, ils peuvent aussi engendrer une perte d'efficacité sur le plan financier, car les bailleurs de fonds se trouvent privés de la possibilité d'investir dans un portefeuille convenablement diversifié de sociétés au capital dispersé et, partant, mieux gérées (Morck, Stangeland et Yeung, 2000)⁵. De son côté, l'Organisation de coopération et de développement économiques (2007) fait remarquer que la concentration de la propriété a parfois entraîné l'expropriation d'actionnaires minoritaires, puis d'importantes externalités négatives pour les marchés financiers. Ensemble, ces considérations ont amené certains chercheurs à soutenir que l'actionnariat familial pouvait finir par freiner la croissance économique lorsqu'il constituait le modèle dominant (Morck, Wolfenzon et Yeung, 2005).

Dans l'hypothèse où la propriété familiale s'accompagne d'effets aussi négatifs, les autorités pourraient envisager la mise en œuvre de politiques propres à décourager ce type de propriété ou, à tout le moins, à entraver le recours à des méca-

nismes de renforcement du contrôle. Comme nous l'avons déjà signalé, toutefois, les effets empiriques de la concentration de la propriété sur les résultats de l'entreprise sont encore indéterminés. Il convient donc d'analyser plus avant la relation entre l'actionnariat familial et la rentabilité pour établir si une intervention des pouvoirs publics se justifie.

Méthodologie

Notre étude (King et Santor, 2007) traite de toutes ces questions et apporte à la littérature quatre contributions. D'abord, nous recueillons pour la période de 1998 à 2005 des données annuelles sur 613 sociétés canadiennes membres de l'indice boursier TSX 300 et de l'indice composite S&P/TSX; nous en identifions le propriétaire, donnons le pourcentage des droits de vote et des droits aux flux de trésorerie qu'il détient et indiquons si l'entreprise émet plus d'une catégorie d'actions ou a une structure pyramidale. À notre connaissance, l'échantillon considéré est le plus important et le plus complet à avoir été constitué sur l'actionnariat au Canada. Nous dissocions ensuite les effets de la propriété familiale et ceux des mécanismes de renforcement du contrôle (en l'occurrence, l'existence de plusieurs catégories d'actions et d'une structure pyramidale). Nous mesurons par ailleurs l'influence qu'a la structure de propriété sur les rentabilités boursière et comptable de toutes les entreprises de notre échantillon, et ce, à partir du ratio q de Tobin et du rendement de l'actif respectivement⁶. Enfin, nous évaluons différentes théories sur la relation entre la propriété et la structure du capital. Nous ne connaissons pas d'autre étude canadienne qui ait été consacrée au même sujet.

Nous abordons les questions d'endogénéité évoquées plus haut en suivant la démarche de Claessens et autres (2002). Plus particulièrement, nous nous appuyons sur une spécification des effets aléatoires pour examiner l'incidence de l'actionnariat sur la rentabilité de l'entreprise et la structure du capital :

$$y_{it} = \alpha + \beta' x_{it} + \delta PROP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Dans cette équation, y_{it} représente soit le ratio q de Tobin, soit le rendement de l'actif, soit (pour la structure financière) le levier financier (exprimé par le ratio de la dette à l'actif total); x désigne les caractéristiques de l'entreprise : taille, croissance du chiffre d'affaires, ratio q de Tobin pour le secteur d'activité, rendement de l'actif, levier financier, âge,

5. Par exemple, on trouve dans de nombreux pays une proportion importante d'entreprises à propriété restreinte ou dotées de mécanismes de renforcement du contrôle. Les investisseurs qui souhaitent détenir un portefeuille dont la composition est calquée sur celle d'un indice du marché (ou qui y sont tenus) doivent, *de facto*, investir dans ce genre d'entreprises même si le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires y est plus élevé.

6. On obtient le ratio de Tobin en divisant la somme de l'actif total et de la valeur marchande des actions, diminuée de la valeur comptable de celles-ci, par l'actif total.

appartenance à l'indice composite et ratio des dépenses d'investissement au chiffre d'affaires (le rendement de l'actif et le levier financier sont exclus lorsqu'ils constituent la variable dépendante); *PROP* est une mesure de la propriété — il peut s'agir de la taille des participations de contrôle, des variables muettes associées au type de propriétaire, du recours à des mécanismes de renforcement du contrôle ou de l'ampleur de l'écart entre les participations de contrôle et les droits aux flux de trésorerie; enfin, ε_{it} correspond au résidu de moyenne zéro, corrigé pour tenir compte de l'hétérogénéité des entreprises.

Résultats

La proportion des entreprises qui appartiennent à des familles et font appel à des mécanismes de renforcement du contrôle est plus élevée au Canada qu'aux États-Unis : plus de 32 % des sociétés de notre échantillon sont aux mains de familles qui détiennent au moins un cinquième des actions avec droit de vote, tandis que 14 % des entreprises émettent plusieurs catégories d'actions (aux États-Unis, ces chiffres sont respectivement de 20 % et de 8 %). Nous constatons que les entreprises familiales indépendantes qui émettent une seule catégorie d'actions sont aussi bien évaluées que les autres (d'après le ratio q de Tobin), plus rentables (d'après le rendement de l'actif) et plus endettées (d'après le ratio de la dette à l'actif total). Ces résultats cadrent avec les conclusions des travaux d'Anderson et Reeb (2003) et de Villalonga et Amit (2006) menés sur des données américaines. À l'opposé, les entreprises familiales dont les actions sont assorties de droits de vote différents sont, en moyenne, sous-évaluées de 17 % par rapport aux autres entreprises, même si le rendement de leur actif et leur degré d'endettement sont semblables à ceux de ces firmes. Cette sous-évaluation concorde avec le fait que, selon diverses études américaines et internationales, les entreprises qui dissocient les droits aux flux de trésorerie et les droits de contrôle sont moins bien évaluées que les autres en raison du risque d'expropriation accru des actionnaires minoritaires qui leur est associé (Claessens et autres, 2002; Villalonga et Amit, 2006). Le résultat tient aussi lorsqu'on tient compte de l'inscription des sociétés canadiennes à la cote d'une bourse américaine. En somme, l'actionariat familial ne nuit pas en soi à la rentabilité. Ce sont plutôt les mécanismes de renforcement du contrôle qui sont de nature à limiter la valeur de l'entreprise.

Bibliographie

- Anderson, R. C., et D. M. Reeb (2003). « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, p. 1301-1328.
- Attig, N. (2005). « Balance of Power », *Canadian Investment Review*, vol. 18, n° 3, p. 6-13.
- Buckley, F. H. (1997). « The Canadian Keiretsu », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 4, p. 46-57.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan et L. H. P. Lang (2002). « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, p. 2741-2771.
- Demsetz, H., et K. Lehn (1985). « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.
- Demsetz, H., et B. Villalonga (2001). « Ownership Structure and Corporate Performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n° 3, p. 209-233.
- King, M. R., et E. Santor (2007). *Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms*, document de travail n° 2007-40, Banque du Canada.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. W. Vishny (1998). « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.
- (2000). « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n°s 1-2, p. 3-27.
- Morck, R. K., D. Stangeland et B. Yeung (2000). « Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease? », *Concentrated Corporate Ownership*, sous la direction de R. K. Morck, Chicago, University of Chicago Press.
- Morck, R. K., D. Wolfenzon et B. Yeung (2005). « Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth », *Journal of Economic Literature*, vol. 43, n° 3, p. 655-720.

Organisation de coopération et de développement économiques (2007). *Absence de proportionnalité entre propriété et contrôle : vue d'ensemble et questions à débattre*, Paris, OCDE.

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