

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC

MÉMOIRE PRÉSENTÉ À  
L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À CHICOUTIMI  
COMME EXIGENCE PARTIELLE  
DE LA MAÎTRISE EN  
GESTION DES ORGANISATIONS

PAR  
NADIA GAUTHIER

PERFORMANCE ET CRISE FINANCIÈRE :  
LE CAS DES ENTREPRISES FAMILIALES CANADIENNES

OCTOBRE 2013

## RÉSUMÉ

### **Performance et crise financière : le cas des entreprises familiales canadiennes**

L'objet de la présente recherche consiste à analyser la performance des entreprises familiales canadiennes et de la comparer à celle des entreprises non familiales. Nous analysons également l'impact de la crise financière de 2008 sur la performance des entreprises familiales canadiennes puisqu'il s'agit d'une situation exceptionnelle ayant affecté l'économie mondiale en général. Pour ce faire, nous utilisons un échantillon de 504 entreprises canadiennes cotées à la bourse de Toronto (TSX) entre 2005 et 2010.

Nous utilisons trois dimensions de l'entreprise familiale (contrôle, implication managériale et propriété). D'une part, nous considérons que l'entreprise est familiale si le fondateur ou la famille fondatrice détient plus de 20% des actions votantes. D'autre part, nous prenons en compte l'implication de la famille dans la gestion lorsqu'un ou des membres de la famille occupe un poste de dirigeant. Enfin, la dernière définition de l'entreprise familiale prend en considération la participation au capital des actionnaires familiaux détenant 20% et plus des droits de vote. Comme mesure de performance des entreprises, nous utilisons une mesure en valeur de marché, le Q de Tobin, et deux mesures comptables à savoir la rentabilité des capitaux propres (ROE) et la rentabilité de l'actif économique (ROA).

En se basant sur la participation au capital des actionnaires familiaux, nos résultats montrent que les entreprises familiales sont moins performantes (Q de Tobin) que celles non familiales. Toutefois, les résultats ne sont pas significatifs lorsque la performance est mesurée en valeur comptable (ROA et ROE). Par ailleurs, nos résultats soutiennent que la performance n'est pas affectée par l'implication de la famille dans la gestion (Q de Tobin et ROA). Durant la crise financière de 2008, les entreprises contrôlées par une famille et celles qui sont aussi dirigées par une famille ont mieux performé en terme de valeur de marché (Q de Tobin). Les résultats ne sont pas significatifs lorsque la performance est mesurée en valeur comptable (ROA et ROE).

## REMERCIEMENTS

Je désire sincèrement remercier Dr Imen Latrous pour son support très attentionné, ses conseils et ses encouragements tout au cours des travaux de cette recherche. Sans sa passion et sa patience, je n'aurais jamais pu accomplir ce travail de la même façon. Je remercie aussi Martin et ma famille qui m'ont soutenue pendant toute la durée de cette recherche.

## DÉDICACE

Je dédie ce mémoire à ma filleule Anaïs et à ma nièce Lili-Rose. Que la passion de l'apprentissage, de la découverte et de la connaissance continue de les accompagner toute leur vie.

## TABLE DES MATIÈRES

<b>RÉSUMÉ</b> .....	ii
<b>REMERCIEMENTS</b> .....	iii
<b>DÉDICACE</b> .....	iv
<b>TABLES DES MATIÈRES</b> .....	v
<b>LISTE DES TABLEAUX ET SCHÉMAS</b> .....	vii
<b>Introduction</b> .....	1
<b>1. L'entreprise familiale : définitions et caractéristiques</b> .....	6
1.1 L'entreprise familiale : quelques-unes des principales définitions.....	6
1.2 Les avantages et les inconvénients d'une entreprise familiale.....	9
1.2.1 Les avantages du contrôle familial.....	9
1.2.2 Les inconvénients du contrôle familial.....	10
1.3 La théorie d'agence : Les problèmes et les coûts dans les entreprises familiales.....	12
1.3.1 Les principaux mécanismes de gouvernance .....	14
<b>2. La performance des entreprises familiales</b> .....	15
<b>3. L'impact de la crise financière sur la performance des entreprises familiales</b> .....	26
<b>4. Étude empirique de la relation entre la performance et le contrôle familial</b> .....	34
4.1 Caractéristiques du contexte canadien.....	34
4.2 Données.....	37
4.3 Définitions des variables.....	38
4.3.1 Définitions des entreprises familiales.....	38
4.3.2 Mesures de performance.....	40
4.3.3 Les variables de contrôle.....	41
4.4 Modèles économétriques.....	42
<b>5. Analyse des résultats</b> .....	46
5.1 Statistiques descriptives.....	46

5.2 Analyses univariées.....	55
5.3 Analyses de régression.....	64
<b>Conclusion.....</b>	<b>83</b>
<b>Bibliographie.....</b>	<b>88</b>

## LISTE DES TABLEAUX ET SCHÉMAS

- Tableau 1** Caractéristiques utilisées pour définir une entreprise familiale
- Tableau 2** Orientations d'une propriété unique et familiale d'une entreprise cotée
- Tableau 3** Comparaisons des performances des entreprises familiales et non familiales
- Tableau 4** Description des variables
- Tableau 5** Répartition des entreprises par secteur industriel
- Tableau 6** Séparation entre les droits de vote et les droits au capital
- Tableau 7** Type de contrôle des entreprises
- Tableau 8** Séparation entre les droits de vote et les droits au capital des entreprises familiales
- Tableau 9** Répartition sectorielle des entreprises familiales
- Tableau 10** Présence d'un second grand actionnaire dans les entreprises familiales
- Tableau 11** L'implication de la famille dans la gestion
- Tableau 12** Entreprises ayant un siège social au Québec
- Tableau 13** Juridiction des entreprises québécoises
- Tableau 14** Entreprises familiales ayant un siège social au Québec
- Tableau 15** Juridiction des entreprises familiales québécoises
- Tableau 16** Statistiques descriptives des principales variables de l'échantillon total
- Tableau 17** Statistiques descriptives des entreprises familiales

**Tableau 18** Statistiques descriptives des entreprises familiales impliquées dans la gestion

**Tableau 19** Test de différence de moyenne de la performance des entreprises familiales et non familiales

**Tableau 20** Test de différence de moyenne de la performance des entreprises familiales gérées par un membre de la famille et celles non familiales

**Tableau 21** Test de différence des moyennes de la performance comptable des entreprises familiales et non familiales avant et durant la crise

**Tableau 22** Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché entre les entreprises familiales et non familiales avant et durant la crise

**Tableau 23** Test de différence de moyennes de la performance comptable des entreprises dirigées par une famille et celles non familiales avant et durant la crise

**Tableau 24** Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché entre les entreprises dirigées par une famille et celles non familiales avant et durant la crise

**Tableau 25** Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché des entreprises familiales avant et durant la crise

**Tableau 26 :** Test de différence des moyennes de la performance comptable des entreprises familiales avant et durant la crise

**Tableau 27** Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché des entreprises dirigées par un membre de la famille avant et durant la crise

**Tableau 28 :** Test de différence des moyennes de la performance comptable des entreprises dirigées par un membre de la famille avant et durant la crise

**Tableau 29** Matrice de corrélation des variables



**Tableau 30** Entreprise familiale et performance en valeur de marché (Q de Tobin)

**Tableau 31** Entreprise familiale et performance en valeur comptable (ROA)

**Tableau 32** Relation entre la performance en valeur de marché (Q de Tobin) et la propriété en capital des actionnaires familiaux

**Tableau 33** Relation entre la performance en valeur comptable (ROA) et la propriété en capital des actionnaires familiaux

**Tableau 34** Relation entre la performance en valeur de marché (Q de Tobin) et l'implication de la famille dans la gestion

**Tableau 35** Relation entre la performance en valeur comptable (ROA) et l'implication de la famille dans la gestion

**Tableau 36** Effet comptable de la crise sur la performance des entreprises familiales (2009 et 2010)

**Tableau 37** Effet comptable de la crise sur la performance de l'entreprise gérée par la famille (2009 et 2010)

**Tableau 38** Effet de marché de la crise sur la performance de l'entreprise familiale (2008, 2009 et 2010)

**Tableau 39** Effet de marché de la crise sur la performance de l'entreprise à propriété familiale (2008, 2009 et 2010)

**Tableau 40** Effet de marché de la crise sur la performance de l'entreprise gérée par la famille (2008, 2009 et 2010)

**Schéma 1** Les enchaînements de la crise de 2008

*«La famille sera toujours la base des sociétés»*

Honoré de Balzac - *Le Curé du Village*

## **Performance et crise financière : le cas des entreprises familiales canadiennes**

### **INTRODUCTION**

Les entreprises familiales constituent aujourd'hui la forme d'organisation la plus répandue dans le monde (Burkart et *al.*, 2003; Zachary, 2011). Elle est l'une des structures de propriété les plus présentes partout à travers le monde, que ce soit aux États-Unis, au Canada, en Europe de l'Ouest et en Asie. Les entreprises familiales contribuent grandement aux économies de ces pays. Aux États-Unis, elles constitueraient le tiers des entreprises composant le S&P 500 (Anderson et Reeb, 2003) alors qu'elles seraient présentes à 44% en Europe de l'Ouest (Maury, 2005, Faccio et *al.*, 2002). Au Canada, plus de 80% des entreprises auraient un actionnaire dominant et 70% d'entre elles seraient contrôlées par une famille (Attig et Gadhoun, 2003). Au Québec, des entreprises telles que Saputo, Bombardier, Quebecor, Chaussures Aldo, Kruger, Première Moisson, Résidences Soleil, Jacob Collection, Chez Cora, Groupe Hôtels Germain compteraient parmi les organisations familiales. Elles opèrent dans différents secteurs industriels et elles sont aussi bien de petites et moyennes entreprises que de grands conglomérats. De plus, les entreprises familiales jouent un rôle important dans la croissance économique québécoise et canadienne en général. Celles-ci sont, par ailleurs, confrontées aux changements provenant de leur environnement.

Il est difficile dans l'ensemble des études antérieures de trouver un consensus quant aux conclusions sur la performance financière des entreprises familiales. En effet, les conclusions sur les meilleures ou plus faibles performances des entreprises familiales varient en fonction de la définition qui leur est attribuée, des angles d'étude choisis, des variables et des ratios de performance retenus et des différentes périodes d'étude. Plusieurs auteurs concluent toutefois que les entreprises familiales se distinguent par rapport aux entreprises non familiales. Elles présenteraient, en effet, de meilleurs indicateurs de performance économique et financière ainsi qu'une meilleure situation financière en termes de liquidité et de solvabilité. Et même si les principales études portent majoritairement sur l'analyse des entreprises asiatiques et américaines, les recherches sur les entreprises canadiennes se sont ajoutées dans les dernières années.

L'objet de notre travail de recherche est d'examiner empiriquement la performance des entreprises familiales canadiennes et de la comparer à celle des entreprises non familiales. Notre étude se distingue des précédentes recherches sur les entreprises familiales canadiennes par l'analyse de l'impact de la crise financière de 2008 sur leur performance. Bien que ce sujet ait été abordé d'un point de vue qualitatif, par des firmes de conseil telles que *PriceWaterhouseCoopers* et *KPMG*, nous apportons un éclairage quantitatif à la performance de ces entreprises durant la dernière crise financière. Très différente des autres crises économiques et financières qui ont marqué l'histoire, la crise de 2008 a considérablement perturbé le fonctionnement des entreprises. Survenue à la suite d'une crise des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis en 2007 et conséquemment d'un crash

boursier en 2008, la crise financière s'est rapidement transformée en une récession mondiale dont les répercussions se sont fait sentir jusqu'en 2011 à plusieurs niveaux. Confrontées à cette réalité, il est intéressant de connaître comment les entreprises familiales canadiennes ont performé financièrement durant la crise.

Notre étude permettra donc de répondre empiriquement à deux questions principales dans le contexte canadien:

1. Les entreprises familiales sont-elles plus ou moins performantes que leurs homologues non familiales ?
2. Quel est l'impact de la crise financière de 2008 sur la performance financière des entreprises familiales? Ont-elles mieux performé que leurs homologues non familiales?

Notre recherche contribue à la littérature existante sur la performance financière des entreprises familiales de plusieurs façons. D'abord, les études précédentes examinent comment la propriété familiale affecte la performance dans des périodes économiques normales. Toutefois, nos connaissances sur la performance de l'entreprise familiale en période de crise est en quelque sorte limitée. Les conflits d'intérêts entre la famille et les actionnaires minoritaires peuvent être plus importants dans le cadre d'une crise financière qu'en contexte régulier. En raison du choc financier lié la crise, les actionnaires familiaux sont plus averses au risque et sont plus enclins à utiliser les actifs de l'entreprise pour combler leurs besoins de liquidité. Ainsi, la famille peut rejeter ou abandonner des projets

de valeur et exproprier la richesse des actionnaires externes. Contrairement à King et Santor (2008) qui ont étudié la performance des entreprises familiales canadiennes en contexte économique régulier, nous contribuons au débat en analysant si les entreprises familiales performant mieux que celles non familiales durant la récente crise financière de 2007-2009 en utilisant un échantillon de 504 entreprises cotées sur la bourse de Toronto (TSX). Contrairement aux récents travaux de Lins et *al.* (2012) et Zhou (2012), nous utilisons un échantillon d'entreprises provenant uniquement du marché canadien plutôt que d'utiliser des entreprises de différents pays. En effet, les entreprises provenant d'un seul pays font face aux mêmes réglementations attribuées spécifiquement au marché local. Une étude portant sur la performance des entreprises provenant de plusieurs pays ne peut pas donner une conclusion définitive pour un pays en particulier. L'environnement institutionnel est tout aussi important pour expliquer les différences internationales de la performance des entreprises. En considérant un seul pays, nous neutralisons cet effet. L'examen de la performance financière des entreprises familiales par rapport à celle des entreprises non familiales avant et durant la crise économique de 2008, dans le contexte canadien, ajoute une contribution aux recherches antérieures.

Notre échantillon est constitué d'entreprises cotées à la bourse de Toronto (TSX) sur la période allant de 2005 à 2010. Nous avons considéré trois définitions de l'entreprise familiale (contrôle, implication managériale, propriété). La première est basée sur les études de La Porta et *al.* (1999), Miller et Le Breton-Miller (2006), Claessens et *al.* (2002), King et Santor (2008) et Bozec (2008) qui qualifient une entreprise à contrôle familial si

plus de 20% des actions votantes sont détenues par un ou plusieurs membres de la famille. La seconde se réfère à la définition de Villalonga et Amit (2006) qui définissent les entreprises familiales comme celles dont un ou plusieurs membres de la famille détiennent plus de 20% des actions et dans laquelle ils occupent un poste de gestion ou de direction. Enfin, la troisième considère la participation au capital des actionnaires familiaux détenant 20% et plus des droits de vote. La performance est mesurée en valeur de marché (ratio Q de Tobin) et en valeur comptable (Rentabilité de l'actif économique et Rentabilité des capitaux propres).

En se basant sur la participation au capital des actionnaires familiaux, nos résultats montrent que les entreprises familiales sont moins performantes (Q de Tobin) que celles non familiales. Toutefois, les résultats ne sont pas significatifs lorsque la performance est mesurée en valeur comptable (ROA et ROE). La performance n'est pas affectée par l'implication de la famille dans la gestion (Q de Tobin et ROA). Durant la crise financière de 2008, les entreprises contrôlées par une famille et celles qui sont aussi dirigées par un membre de la famille ont mieux performé en terme de valeur de marché (Q de Tobin). Les résultats ne sont pas significatifs lorsque la performance est mesurée en valeur comptable (ROA et ROE).

Notre travail de recherche est organisé de la façon suivante. La prochaine section est une revue de littérature portant sur les études antérieures et les différentes conclusions empiriques et théoriques quant à la performance des entreprises familiales incluant la

période de la crise financière. Nous décrirons ensuite notre échantillon, nos variables et notre méthodologie. Subséquemment, nous discuterons de nos résultats empiriques. Le travail se terminera par nos conclusions et les voies de recherche future.

## **1. L'ENTREPRISE FAMILIALE : DÉFINITIONS ET CARACTÉRISTIQUES**

La présente section constitue une revue de la littérature. Elle met en lumière les différentes définitions attribuées à l'entreprise familiale dans les recherches antérieures, les avantages et inconvénients du contrôle familial ainsi que les principaux mécanismes de gouvernance permettant de contrer les problèmes et les coûts liés à ce type d'entreprise.

### **1.1 L'entreprise familiale : quelques-unes des principales définitions**

Jensen et Meckling (1976) définissent une firme non pas comme un individu mais comme une fiction légale, un processus complexe d'équilibre entre les objectifs individuels et les relations contractuelles. Dans le concept d'entreprise familiale, il est difficile de dissocier l'individu de l'entreprise. Toutefois, l'une des tâches les plus exigeantes dans un travail comme celui-ci est d'établir clairement une définition du concept d'entreprise familiale (Sharma, 2004). D'ailleurs, un large débat académique existe à propos de la définition des entreprises familiales sans pour autant arriver à un consensus. La définition donnée à une entreprise familiale peut être basée sur un seul critère (mono critère) ou plusieurs critères (pluri critère). En référence à la revue littéraire de Chua et *al.* (1999), les

principales définitions répertoriées dans les recherches incluent trois combinaisons de propriété et de gestion :

- La famille est propriétaire et assure la gestion
- La famille est propriétaire mais n'est pas impliquée dans la gestion
- La famille est impliquée dans la gestion mais n'est pas propriétaire majoritaire

D'autres aspects sont aussi considérés tels que la source de revenu pour la famille et le transfert générationnel (Collins et O'Regan, 2011). Le concept de propriétaire contrôlant inclut :

- Un individu
- Deux personnes, non liées par le sang ou le mariage
- Deux personnes, liées par le sang ou le mariage
- Une famille nucléaire
- Plus d'une famille nucléaire
- Une famille étendue
- Plus d'une famille étendue
- Le public

Le tableau 1 suivant résume certaines des principales caractéristiques utilisées dans la littérature afin de définir une entreprise familiale, quant à la propriété et à la gestion.



**Tableau 1 : Caractéristiques utilisées pour définir une entreprise familiale**

<b>Auteurs</b>	<b>Actions votantes</b>	<b>Détenteurs des actions</b>	<b>ET OU</b>	<b>Gestion</b>
Villalonga et Amit (2006)	20%	Famille ou fondateur	ET	Fondateur ou membre de la famille
Andres (2008)	25%	Famille fondatrice	OU	Membres de la famille
La Porta et al. (1999) Miller et Le Breton-Miller (2006) Claessens et al. (2002) King et Santor (2008) Bozec (2008)	20%	Un ou plusieurs membres de la famille		
Perez-Gonzalez (2006)	5%	Un individu	OU	Deux membres de la famille (ou plus) Succession à la deuxième génération
Miller et al. (2007)	5%	Plusieurs membres d'une même famille	OU	Plusieurs membres de la famille
Le Breton-Miller et Miller (2009) Shleiffer et Vishny (1997)	Nombre suffisant pour influencer la direction	Famille		
Shim et Okamuro (2010) Mehrota et al. (2008)	Parmi les 10 plus grands actionnaires	Fondateur ou membres de la famille	OU	Fondateur ou membres de la famille
Print et Reynolds (2011)	10%	Famille	ET	Membre actif Succession familiale
Jiang et Peng (2010)	5%	Famille et ses membres		
Anderson et Reeb (2003) Lee (2006) Jiraporn et Da Dalt (2009)	5%	Famille ou fondateur	ET OU	Membres de la famille
André et Ben Amar (2006)	10%	Fondateur ou membre de sa famille (mariage ou sang), unique ou groupe		
Silva et Mlajuf (2007)	Clairement contrôlée	Une ou plusieurs familles avec des descendants		
Hamadi (2010)	Propriétaire ultime	Membre de la famille		

Ces quelques interprétations et définitions prouvent qu'il existe bel et bien des divergences dans les travaux de recherche sur la performance des entreprises familiales. Cette situation indique l'importance de bien circonscrire la définition puisqu'elle s'avère déterminante dans les conclusions d'une recherche. Tel que signalé par Le Breton-Miller et Miller (2009), les discordances sur les conclusions de recherche semblent être dues à la façon dont les entreprises familiales sont définies.

## **1.2 Les avantages et les inconvénients d'une entreprise familiale**

Plusieurs études ont jeté un éclairage sur les caractéristiques distinctives d'une entreprise familiale. En effet, le contrôle exercé par une famille dans une entreprise peut présenter certains avantages en raison de son engagement mais peut également engendrer des problématiques particulières en termes de gouvernance et d'efficience.

### **1.2.1 Les avantages du contrôle familial**

Les avantages d'une entreprise familiale comparativement à une entreprise non familiale est vue de deux façons dans la littérature, soit d'un point de vue de propriété ou d'un point de vue de gestion (Lee, 2006). D'abord, parce que le caractère unique d'une propriété familiale est que les membres de la famille détiennent un nombre substantiel d'actions de l'entreprise. D'autre part, parce que la gestion de l'entreprise familiale est la plupart du temps assurée par les membres de la famille eux-mêmes en occupant des postes de chef exécutif ou de dirigeant.

Demsetz et Lehn (1985) avancent que la propriété concentrée et l'implication dans la gestion attribuables à la présence des familles fondatrices permet une position avantageuse à la famille. Ceci lui permet de mieux contrôler son entreprise et de rechercher les meilleures ressources humaines pour la diriger. Ainsi, les conflits entre les propriétaires et les dirigeants sont réduits et la performance de la firme est maximisée. En raison de la concentration de la propriété, les membres d'une famille auraient aussi plus de pouvoir que les autres actionnaires à atteindre leurs objectifs. Aussi, les entreprises ayant une implication plus active dans la gestion tendent à une meilleure performance financière (Anderson et Reeb, 2003; Burkart et *al.*, 2003).

La présence à long terme des familles dans l'entreprise conférerait également un avantage puisqu'elles peuvent davantage connaître la performance des employés et auraient des horizons d'investissement à plus long terme (James, 1999; Carlock, 2009). Fama et Jensen (1983) soulignent que les entreprises familiales ont un avantage à contrôler le rendement des employés et gestionnaires ce qui conduit à une augmentation de la confiance des employés et de l'efficacité de la gestion.

### **1.2.2 Les inconvénients du contrôle familial**

L'entreprise familiale n'étant pas libre des influences de la famille peut avoir à affronter quelques défis. L'équilibre entre l'équité et l'efficacité et le problème de succession peuvent en faire partie (Lee, 2006). Le dilemme est principalement que comme

membre de la famille, le dirigeant peut être altruiste face aux autres membres de la famille mais comme gestionnaire, il demeure motivé à suivre les pratiques d'affaires.

Shleifer et Vishny (1986, 1997) postulent que les entreprises caractérisées par une grande proportion d'actionnaires non diversifiés, telles que les membres fondateurs des entreprises familiales, peuvent se priver d'un maximum de profits quand ils sont incapables de séparer leurs propres intérêts financiers de ceux des autres actionnaires. Les propriétaires d'entreprises familiales pourraient même faire des choix non pécuniaires et donc s'éloigner des projets profitables (Demsetz et Lehn, 1985).

Dans son survol de littérature, Lee (2006) soulevait quelques convergences dans les études. L'entreprise familiale a plus tendance à limiter les positions de direction aux membres de la famille plutôt que chercher à embaucher des gestionnaires plus compétents et qualifiés. Mais la compétition et la structure du marché obligent les entreprises familiales à l'efficience.

D'autres constats sur les avantages et les inconvénients des entreprises familiales ont été plus récemment résumés par Miller et *al.* (2010) qui comparent les firmes familiales aux entreprises à fondateur unique. Les auteurs concluent qu'il est nécessaire de distinguer les contextes sociaux des différents types de propriétaires et dirigeants et les effets que ces contextes peuvent avoir sur l'identité des rôles et les logiques institutionnelles. Tel que le résume le tableau 2 suivant, l'étude de Miller et *al.* (2010) apporte des distinctions entre la

gestion d'un fondateur unique et celle d'une firme familiale étant donné leur contexte respectif.

**Tableau 2 : Orientations d'une propriété unique et familiale d'une entreprise cotée**

<b>Orientations</b>	<b>Firme d'un fondateur unique</b>	<b>Firme familiale</b>
Type de propriétaire majeur ou dirigeant principal	Fondateur unique	Membre de la famille fondatrice
Circonscription sociale	Actionnaires de la firme et autres entrepreneurs	Autres propriétaires familiaux, dirigeants et membres de la famille
Rôle (identité)	Entrepreneur	Familial
Source de légitimité	Croissance, profit	Épanouissement des besoins de la famille
Logique	Entrepreneurial	Familial
Stratégie favorisée	Croissance	Conservatisme
Performance	Rendements supérieurs aux actionnaires	Rendements inférieurs aux actionnaires

Source : Miller et al., 2010

### 1.3 La théorie d'agence : Les problèmes et les coûts dans les entreprises familiales

Plusieurs recherches ont traité des problèmes d'agence et des coûts qu'ils génèrent pour l'entreprise. Ainsi, Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre personne (l'agent) pour accomplir quelques services en leur nom, impliquant la délégation d'une partie de l'autorité de prise de décision à l'agent. Principalement, la théorie de l'agence prévoit que la séparation de la propriété et la gestion augmente l'opportunisme de

la part du dirigeant/actionnaire dominant, au détriment des petits porteurs, et rend bénéfique pour toutes les parties la mise en place de mécanismes afin de limiter une telle possibilité. Ainsi, les mécanismes de gouvernance efficaces devraient réduire les coûts associés aux conflits d'intérêts et, donc, maximiser la richesse des actionnaires.

De part sa nature, la relation d'agence pose donc problème dans la mesure où les intérêts personnels du principal et de l'agent peuvent être divergents. Aussi, il y aurait principalement deux types potentiels de problèmes d'agence répertoriés dans les entreprises familiales.

Un premier problème est décrit par Berle et Means (1932) et Jensen et Meckling (1976) comme les conflits existants entre le dirigeant et les actionnaires. Lorsque la majorité des profits est destinée à aller aux propriétaires qui sont des individus autres que ceux qui dirigent l'entreprise, il est plus que probable que les intérêts de ces derniers divergeront de ceux des actionnaires.

Un second problème existe entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Il apparaît quand les actionnaires majoritaires maximisent leurs profits personnels au détriment des petits actionnaires. Quand les droits de vote détenus par les actionnaires majoritaires excèdent les droits de cash flow, les possibilités d'expropriation des petits actionnaires sont particulièrement élevées (Faccio *et al.*, 2001).

Dans les entreprises familiales, les coûts liés aux problèmes d'agence seraient créés quand les dirigeants poursuivent leurs propres intérêts et pas ceux des actionnaires (Chrisman *et al.*, 2004).

### **1.3.1 Les principaux mécanismes de gouvernance**

Dans la théorie de l'agence, le système de gouvernance recouvre l'ensemble des mécanismes ayant pour objet de discipliner les dirigeants et de réduire les coûts d'agence. Par exemple, selon Shleifer et Vishny (1997), la gouvernance d'entreprise est définie comme les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux de l'entreprise peuvent s'assurer de la rentabilité de leur investissement. La structure de propriété est donc une variable susceptible d'influencer le contrôle des dirigeants. En ce sens, certains mécanismes de gouvernance permettraient de réduire les effets liés aux problèmes d'agence. Les différents travaux semblent retenir une typologie opposant les mécanismes internes aux mécanismes externes à la firme. Le contenu de ces deux catégories évolue selon les auteurs et s'est progressivement élargi avec l'avancement des recherches.

Les mécanismes externes de gouvernance qui ont pour but de réduire les coûts d'agence sont entre autres, le marché des biens et services, le marché financier, l'intermédiation financière, le crédit interentreprises, le marché du travail (notamment celui des cadres-dirigeants), le marché du capital social, constitué des différents réseaux de relations sociales et l'environnement légal, politique, réglementaire, sociétal, culturel ou médiatique (Morck *et al.*, 1989).

Les mécanismes internes de gouvernance recouvrent entre autres, la surveillance mutuelle entre les dirigeants, la rémunération incitative des dirigeants, les contrôles associés aux structures formelles et informelles, la présence de conseils d'administration et la concentration de la propriété (Jensen et Meckling, 1976; Demsetz et Lehn, 1985).

## **2. LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES FAMILIALES**

Depuis les travaux de Berle et Means (1932), l'étude du lien entre la performance des sociétés ouvertes et la structure de l'actionnariat a suscité l'intérêt de nombreux chercheurs. Bien qu'une majorité des études provienne des États-Unis, là où le capital des sociétés est généralement dispersé, le champ d'études sur la performance des entreprises familiales couvre maintenant plusieurs pays. Ainsi, la littérature sur les types de gouvernance d'entreprise a suscité de nombreux débats quant à l'impact sur la performance des différents niveaux de concentration de propriété tel que souligné par Shleifer et Vishny (1997). Les différentes études ont abouti à des résultats différents d'une économie et d'un pays à l'autre ainsi que selon les périodes d'étude.

D'un côté, certains travaux de recherche ont mené à une relation positive du contrôle familial sur la performance.



Berle et Means (1932) notaient que la propriété concentrée ajoute de la valeur à une entreprise lorsque les conflits entre les propriétaires et gestionnaires sont contrôlés. Pour Anderson et Reeb (2003), les entreprises familiales en plus d'avoir une structure plus efficace, performeraient mieux si le propriétaire agit comme chef exécutif, président ou directeur général que s'il vient de l'externe. Ils ont conclu que les entreprises familiales ont de meilleures performances que les autres entreprises et particulièrement s'il y a une présence continue de la famille fondatrice. Lee (2004) arrive sensiblement à la même conclusion dans son étude des entreprises coréennes en montrant qu'une entreprise familiale dont la présence des propriétaires est forte dans la gestion augmente l'efficacité et la productivité. En 2006, Lee corrobore à nouveau ses conclusions en mettant en évidence également que les entreprises familiales ont tendance à croître plus rapidement que les autres et qu'en période de turbulence du marché, elles ne sont pas moins stables, leurs employés sont plus fidèles et ont moins tendance à quitter l'entreprise.

Plus récemment, au Royaume-Uni, Print et Reynolds (2011) suggèrent que les entreprises à contrôle familial ont une meilleure efficacité dans leur forme d'organisation. En comparant le rendement de 18 entreprises de différentes industries (9 familiales et 9 non familiales), ils concluent que les entreprises familiales ont de meilleures performances financières d'un point de vue de l'attrait pour les investisseurs, surtout en périodes économiques difficiles. En France, Bouzgarrou et Navatte (2013) ont étudié l'impact du contrôle familial sur la performance de 239 acquisitions à court et long terme entre 1997 et 2006. En considérant différentes définitions de firmes familiales basées sur les niveaux de

droits de vote et de propriété détenus par les familles, leurs résultats montrent une meilleure performance des entreprises familiales quand elles acquièrent une autre entreprise et que ces résultats ne sont pas affectés par la façon de définir une firme familiale.

Au Chili, dans une économie émergente, Silva et Maljuf (2007), ont analysé deux dimensions d'entreprise familiale soit la concentration de propriété et les caractéristiques du contrôle familial et ont montré que la performance des entreprises familiales dépend de la concentration de propriété et de la relation avec les autres firmes. Ainsi, une faible concentration de contrôle affecterait favorablement la valeur des entreprises chiliennes et cela d'autant plus si la famille est impliquée dans la gestion. Le lien institutionnel favorable qu'entretiennent ces entreprises avec les autres firmes aurait aussi un effet positif sur la performance de l'entreprise.

Pour Bozec et Laurin (2004), la relation entre la performance des sociétés canadiennes et le pourcentage des votes contrôlé par l'actionnaire principal est de nature non linéaire démontrant ainsi les avantages de la concentration (alignement des intérêts) de la propriété et les inconvénients, en termes d'enracinement. Selon les auteurs, les sociétés ayant une séparation entre le capital et les votes auraient une performance positive mais ces effets positifs apparaissent légèrement plus faibles quand le principal actionnaire contrôle la société avec une participation au capital inférieure à 25 %. En revanche, de tels résultats ne sont pas observés dans le cas des sociétés canadiennes n'ayant aucune séparation entre le capital et les votes. Les auteurs concluent que la concentration de la propriété joue un rôle

positif déterminant en vue d'atténuer les conflits d'intérêts entre l'actionnaire dominant et le reste des actionnaires, mais plus particulièrement en présence d'une séparation de la participation au capital/contrôle des votes. Aussi, toujours selon Bozec et Laurin (2004), le degré de séparation du capital et des votes qui définit les sociétés canadiennes ne contribuerait pas à accentuer les risques d'expropriation des actionnaires minoritaires. Comparativement à de nombreux pays, le Canada offre un cadre institutionnel permettant de protéger relativement bien les investisseurs. À l'instar des études européennes (Cronqvist et Nilsson, 2002), les résultats ont démontré que la performance des sociétés canadiennes n'est pas affectée par le degré de séparation capital/votes. Par contre, dans les cas où le principal actionnaire exerce le contrôle de la société avec moins de 25 % du capital, plus l'écart entre la propriété du capital et le contrôle de vote est grand, plus la performance des entreprises diminue.

Dans leur étude de 2008, Bozec et Laurin ont cherché à déterminer les circonstances où le niveau de concentration de propriété et de séparation affectait l'expropriation des actionnaires minoritaires et la performance des entreprises canadiennes. Selon leurs conclusions, plus de pouvoir d'expropriation ne conduirait pas à de moins bonnes performances de la firme et, tel que le démontraient les études d'Anderson et Reeb (2003) et Ben Amar et André (2006), les propriétés familiales auraient une meilleure performance.

D'un autre côté, d'autres études montrent un effet négatif du contrôle familial sur la performance.

Dans leur étude de 2010, Shim et Okamuro ont évalué les différences dans les décisions de fusion et la performance des entreprises familiales japonaises dans une période de croissance économique entre 1955 et 1973. Ils ont obtenu des résultats selon lesquels les entreprises familiales étaient davantage attirées par les fusions mais qu'elles en tiraient moins de bénéfice.

Di Vito et Laurin (2010) ont étudié la relation entre la structure de propriété, les activités liées à la R&D et la performance des entreprises dans le contexte canadien. Les chercheurs prétendent que la concentration de propriété affecte les choix d'investissement et la performance de la firme. Ainsi, leurs résultats permettent de comprendre que la concentration de propriété aurait un effet négatif sur les investissements en recherche et développement et la performance.

Klein et *al.* (2005) ont également étudié la relation entre la valeur de la firme et les mécanismes de gouvernance d'entreprise pour un échantillon d'entreprises canadiennes et ont conclu que les pratiques de gouvernance sont importantes au Canada. En général, les fortes participations au capital des actionnaires, les politiques de rémunération incitative qui alignent les intérêts des dirigeants, la transparence de l'information et des mécanismes de gouvernance sont attrayants pour les investisseurs. Toutefois, les auteurs n'ont pas trouvé d'évidence selon laquelle l'indépendance des administrateurs représente un mécanisme de gouvernance. En fait, la présence d'administrateurs indépendants serait

négalement corrélée avec la performance de la firme. Ces résultats sont surprenants d'un point de vue de la théorie d'agence.

Enfin, certaines études n'ont pas permis de tirer des conclusions claires concernant la performance des entreprises familiales. C'est le cas pour les recherches suivantes qui ont conduit à des conclusions neutres ou mixtes.

Demsetz (1983) soutient que la propriété concentrée n'a pas d'influence significative sur la valeur de la firme puisqu'il est reconnu que les propriétaires recherchent de toute façon la maximisation du profit. Il semble que ce point de vue a aussi été supporté ultérieurement par Demsetz et Lehn (1985) et Demsetz et Villalonga (2001). L'étude prédominante de Villalonga et Amit (2006), aux États-Unis, a démontré que la propriété concentrée dans les mains des familles est associée à une meilleure profitabilité ainsi que les mécanismes de séparation entre le contrôle et la propriété utilisés (classes d'actions multiples, structure pyramidale) en affectent négativement la performance.

En Europe, des conclusions mixtes sont aussi ressorties des plus grandes études conduites dans ces pays (Faccio et Lang, 2001, Cronqvist et Nilsson, 2003). Alors que Faccio et Lang (2001) ont échoué à démontrer un lien entre la valeur d'une firme et la séparation entre les droits de vote et de propriété, Cronqvist et Nilsson (2003) ont conclu qu'en Suède, la performance de la firme est affectée négativement par la concentration de propriété. Hamadi (2010) a exploré la performance des entreprises belges dont le contrôle

est limité à quelques actionnaires puissants. Il a montré que les actionnaires majoritaires ont un effet négatif sur la performance des entreprises alors qu'il est positif s'il s'agit d'entreprises familiales.

En Asie, d'importantes études ont été conduites dans différents contextes (Claessens *et al.*, 2000, Lemmon et Lins, 2003). Jiang et Peng (2010) ont procédé à deux études en parallèle du comportement des firmes de huit pays d'Asie. La première évaluait la performance sur la base de deux mécanismes de contrôle et de propriété, soit lorsqu'un membre de la famille occupe le poste de président- directeur général et la deuxième, lorsque l'entreprise choisit la propriété pyramidale qui permet de contrôler plusieurs entreprises. Leurs conclusions sont qu'il n'y a pas d'évidence concrète documentant que les entreprises familiales sont toujours bonnes ou mauvaises mais tout est possible selon le cas. Aussi, pour Jiang et Peng (2010), l'effet de la propriété et du contrôle familial dépend systématiquement des différences dans les institutions légales et régulatrices pour protéger les actionnaires dans les différents pays. En 2002, les résultats de Claessens *et al.* stipulent que la forte concentration augmente la valeur à la firme alors que cette valeur diminuait si les droits de vote des actionnaires dépassaient les droits de propriété.

Miller *et al.* (2010) ont contredit certains des travaux antérieurs qui ont étudié la performance selon la théorie d'agence. Leur recherche comparative de la performance des entreprises familiales à celle de fondateur unique a prouvé que les entreprises familiales ne performant pas plus ou moins que les autres. Le contexte social est déterminant dans le rôle

et la logique institutionnelle; les propriétés à fondateur unique ayant une stratégie de croissance alors que les entreprises familiales seraient plus enclines au conservatisme. En ce sens, les résultats de Miller et *al.* (2010) remettent en question les études antérieures qui ont conclu clairement à une surperformance ou une sous-performance des entreprises familiales (Anderson et Reeb, 2003; Miller et *al.*, 2007; Pérez-Gonzalez, 2006; Villalonga et Amit, 2006).

Selon King et Santor (2008) qui ont cherché à comprendre la relation entre la propriété familiale, la performance de la firme et la structure du capital, les entreprises familiales avec une seule classe d'actions ont des performances de marché et des niveaux d'endettement supérieurs aux autres firmes. En revanche, la valeur des entreprises familiales qui ont deux classes d'actions est plus faible que les autres firmes. Ainsi les auteurs concluent que ce n'est pas la propriété familiale qui aurait un effet négatif sur la performance des firmes canadiennes mais plutôt l'utilisation des mécanismes de contrôle qui réduit la valeur de la firme.

André et Schiehl (2004) ont analysé la structure de propriété au Canada. Ils ont montré qu'elle est fortement concentrée. Les résultats de cette étude révèlent une relation positive entre la performance et la proportion d'administrateurs indépendants ainsi qu'avec l'importance de la rémunération incitative du président, directeur général. Aussi, un autre volet de leur recherche indique une relation négative entre la performance et le niveau de propriété du dirigeant et de l'actionnaire dominant, s'il est aussi dirigeant.

Ce survol de la littérature sur la performance des entreprises familiales prouve qu'il n'y a pas de consensus dans les différents travaux de recherche. Aussi, tel que le soutenaient Miller et *al.* (2007), il est difficile d'attribuer la performance d'une entreprise à une variable de gouvernance particulière. Il existe nettement trois types de résultats empiriques relativement à la relation entre la performance financière et le contrôle familial : la relation est soit positive, négative ou mixte. Les différences dans les conclusions sont possiblement attribuables à plusieurs éléments. Les auteurs, en plus de définir les entreprises familiales sur des bases différentes, évaluent le rendement des entreprises à partir de mesures de performance variées. En effet, les indicateurs les plus couramment utilisés sont la rentabilité des actifs, la rentabilité des capitaux propres et le Q de Tobin mais des variables telles que les investissements, la taille, la croissance, la structure en capital, le niveau d'endettement, de même que les orientations stratégiques et la satisfaction des employés d'une entreprise servent également de mesures de performance. Ces mesures de performance différentes conduisent à des résultats différents quant au rendement des entreprises familiales. Les auteurs ont aussi étudié la performance de ces entreprises dans des contextes économiques et des pays variés. Certains pays sont en émergence alors que d'autres ont des économies prospères et stables ce qui influence certainement les résultats obtenus. Finalement, la taille des échantillons retenus constitue un facteur déterminant dans les conclusions et découvertes des recherches. Le tableau 3 suivant, dont les informations sont tirées du travail de Dyer en 2006, illustre bien certaines conclusions sur les entreprises familiales dans le monde, selon le point de vue d'étude et à travers le temps.



**Tableau 3 : Comparaisons des performances des entreprises familiales et non familiales**

<b>Auteurs</b>	<b>Mesures de performance</b>	<b>Échantillon</b>	<b>Conclusions sur la performance des firmes familiales</b>
Anderson et Reeb (2003)	1. Q de Tobin 2. ROA 3. ROE	403 firmes du S&P 500 Entre 1992 et 1999	Meilleurs Q de Tobin et ROA
Beehr, Drexler, et Faulkner (1997)	1. Conflit travail familial et interpersonnel 2. Attentes personnelles (avantages) des familles 3. Retours personnels: satisfaction au travail et personnelle 4. Retours organisationnels: Engagement et rétention 5. Retour familial : harmonie	Petites entreprises familiales établies du Maine et Michigan Maine comparées aux non-familiales (même industrie)	Meilleures performances générales sur les 5 dimensions mesurées
Daily et Dollinger (1992)	1. Taille 2. Croissance. 3. Marges 4. Performance perçue	186 firmes manufacturières	Meilleure performance sur la plupart des dimensions mesurées
McConaughy, Matthews, et Fialko (2001)	1. Efficience 2. Structure de capital 3. Valeur	219 firmes identifiées sur «The BusinessWeek CEO 1000»	Meilleure performance sur les 3 dimensions
Gallo, Tapies, et Cappuyns (2000)	Croissance, dette, et autres mesures financières	204 firmes non familiales et 101 familiales	Les firmes non familiales ont des croissances supérieures
Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, et Gutierrez (2001)	Journaux	216 journaux en Espagne existant entre 1966 et 1993	Les dirigeants non familiaux montraient de meilleures performances
Villalonga et Amit (2004)	Q de Tobin	Fortune 500 : firmes De 1994–2000	La seconde génération de l'entreprise familiale détruit la valeur
Chrisman, Chua, Et Litz (2004)	Croissance des ventes	1141 firmes	Résultat mitigé : légère différence entre les firmes familiales et non familiales
Tanewski, Prajogo, et Sohal (2003)	1. Produit d'innovation 2. Processus d'innovation. 3. Structure. 4. Stratégie 5. Stratégie des leaders	2000 PME familiales et non familiales des secteurs industriels et manufacturiers en Australie	Résultat mitigé : les firmes familiales sont moins innovatrices mais ont de meilleures orientations stratégiques.

Source : Dyer, 2006

À la lumière des différentes conclusions soulevées dans les recherches antérieures, nous anticipons que notre étude permette de conclure à une performance différente entre les entreprises familiales canadiennes et leurs homologues non familiales et ce, que l'entreprise familiale soit définie sur la base de la propriété ou du contrôle. En effet, tel que nous l'avons constaté à travers les diverses recherches, il est difficile d'établir clairement une relation positive entre la concentration de la propriété familiale et la performance financière, toutefois, il est clair dans l'ensemble des travaux que les entreprises familiales se distinguent de celles non familiales. En effet, peu importe le contexte d'étude, la période et la définition d'entreprise familiale retenue, la performance peut s'avérer autant positive, négative ou mixte. Ainsi, la première hypothèse de notre recherche est établie de la façon suivante :

**H1** : La performance des entreprises familiales est différente de celle des entreprises non familiales.

Concernant la performance de l'entreprise familiale dont l'un ou des membres de la famille occupe un poste de gestion, il apparaît dans les divers travaux que la présence de la famille contribue favorablement à la performance de l'entreprise. En effet, lorsqu'impliquée dans la gestion, la famille a une vision à plus long terme de son entreprise, elle fait des choix d'investissement plus conservateurs, s'assure d'une gestion efficiente de ses ressources et vise l'engagement de ses employés. Ces choix favoriseraient une meilleure performance comparativement aux entreprises non familiales. Ainsi, nous

croyons que notre recherche déterminera que les entreprises familiales, dont la famille est impliquée dans la gestion, obtiennent de meilleures performances. Nous posons donc la seconde hypothèse suivante :

**H2** : La performance des entreprises familiales, dirigées par un ou plusieurs membres de la famille est meilleure que celle des entreprises non familiales.

### **3. L'IMPACT DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES FAMILIALES**

Pour parfaire notre compréhension de la performance des entreprises familiales pendant la récente crise financière, il est intéressant de saisir d'abord les effets des crises financières passées sur l'économie et le rendement en général et de dégager les particularités de la crise financière de 2008. Ce phénomène marquant des dernières années a été couvert à travers différentes études.

Bricongne et *al.* (2011) répertorient les travaux s'attardant aux crises passées qui s'apparentent à la crise vécue en 2008, principalement celles touchant les pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE). À la suite du déclenchement d'une crise financière, il semble qu'une reprise ait généralement été observée au cours des deux années suivantes alors qu'un impact négatif avait été enregistré

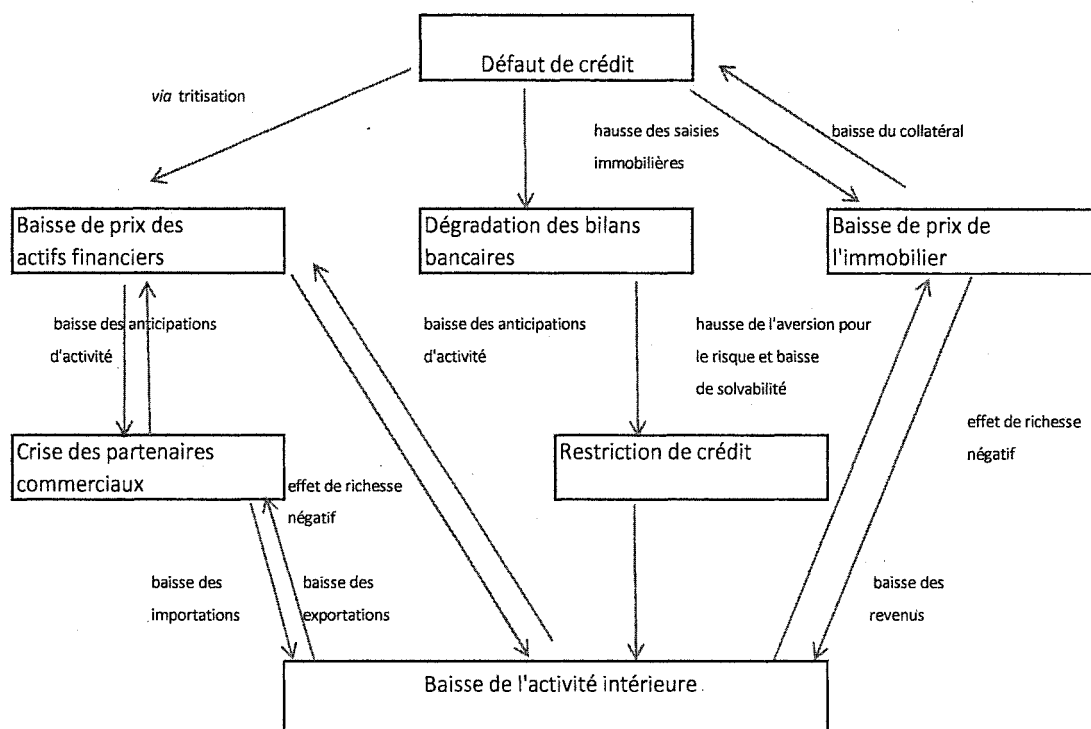
sur le niveau du PIB. Les crises identifiées depuis 1980 présenteraient des indicateurs similaires sur le marché financier : chute des fonds propres des banques, hausse des primes de risque sur les marchés interbancaires et obligataires (caractéristiques des crises bancaires), chute des cours des actions et hausse de leur volatilité (crises sur les marchés d'actions), hausse de la volatilité des taux de change (crises de change), certains épisodes pouvant réunir plusieurs de ces facteurs. Lemmons et Lins (2003) soutiennent qu'en Asie, la crise de 1997 aurait affecté négativement les opportunités d'investissement et a eu comme impact d'augmenter la tendance des actionnaires contrôlant à exproprier les petits investisseurs.

Bien que des chocs tels que le crash boursier de 1987 et la crise financière russe de 1998 aient eu des répercussions sur plusieurs pays importants, la crise de 2008 présente un caractère unique puisqu'elle a affecté un nombre record de pays en simultané quant à la gravité du choc financier et du recul de l'activité économique. Les crises précédentes ont créé des effets qui se sont transmis d'un pays à l'autre, tel que ce fut le cas par exemple avec la crise mondiale de 1930 où une récession avait été préalablement enregistrée en Allemagne en 1929 avant que ne suivent le crash boursier de 1930 et les répercussions sur l'économie européenne en 1931 (Bricongne et *al.*, 2011).

Le schéma 1 suivant de Bricongne et *al.* (2011) résume le cycle qu'a connu la crise financière de 2008. Dans les années précédant la crise, les institutions financières et les investisseurs avaient une tendance à sous-évaluer le risque, créant ainsi une apparence de

stabilité macroéconomique. Au même moment, une innovation des produits financiers a conduit au transfert et la dispersion du risque et les prêteurs ont négligé l'assurance de solvabilité des emprunteurs. À l'été 2007, la crise est apparue à la suite du revirement du marché américain alors que le niveau d'endettement des américains a créé une pression sur les prix de l'immobilier et conséquemment sur les taux hypothécaires. En l'espace de quelques mois, la crise s'est propagée sur l'ensemble des marchés financiers et la majorité des pays alors que la titrisation et les bulles immobilières s'étaient étendus en dehors des frontières des États-Unis. La faillite de l'institution financière d'affaire Lehman Brothers a marqué le plus haut niveau de la crise en septembre 2008. Par la suite, toutes les décisions et initiatives engendrées par le secteur public ont été orientées afin de stabiliser le marché financier le plus rapidement possible. Les impacts de la crise sur l'économie mondiale a créé une récession générale : l'accès au crédit est devenu plus difficile et coûteux, une crise de confiance s'est généralisée, les ménages ont restreint leurs dépenses et le commerce mondial a diminué.

### Schéma 1 : Les enchaînements de la crise de 2008



Source : Bricongne et *al.*, 2011

Il est reconnu que la récente crise a eu un impact négatif sur la performance des marchés à un niveau mondial (Kiff et *al.*, 2010; Christopoulos et *al.*, 2011). Une étude menée par le Secrétariat des pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) en 2009 reconnaissait déjà les effets de la crise dans la plupart des entreprises du regroupement, entre autres, à travers la diminution des investissements en innovation, en développement et formation des ressources humaines. Les conséquences se sont fait sentir partout dans le monde. Les conclusions de recherches varient concernant la performance des entreprises dans ce contexte. Aux États-Unis, les entreprises diversifiées auraient augmenté de valeur (Kuppuswamy et Villalonga, 2010) à la fin de la crise de 2008.

Elles seraient mieux perçues des investisseurs puisqu'elles auraient des résultats distinctifs quant à leurs performances financières et à leurs investissements.

Au terme de la crise financière de 2008, il semble que la performance du Canada se soit toutefois démarquée avantageusement. En juin 2011, Statistiques Canada évaluait une croissance de l'économie canadienne annuelle à 3,9% (premier trimestre). À la fin de 2010, le Canada affichait une totale reprise des emplois perdus dans la récession de 2008 alors que les États-Unis n'en avaient recouvert que 12%. Un bon système de règles financières et de gouvernance aurait supporté la reprise canadienne (Kiff et *al.*, 2010). Et, bien qu'une diminution du PIB canadien ait été observée à la suite de la crise (1%), une croissance potentielle est envisagée et pourrait s'élever progressivement à environ 2% jusqu'en 2015, en deçà du taux de croissance avant la crise, principalement en raison des effets du vieillissement de la population (Estavão et Tsounta, 2010).

Qu'en est-il pour les entreprises familiales? Ont-elles su tirer davantage leur épingle du jeu dans cette période de turbulence? En France, bien qu'à court terme la crise financière se soit avéré un réel destructeur de valeur, il semble que les entreprises familiales aient réussi à tirer profit de leurs particularités pour se démarquer (Geoffroy et Dumont, 2009). La famille comme actionnaire pondéré, un ancrage local protecteur, une gestion professionnalisée, une approche paternaliste et une succession moins rigide ont assuré aux entreprises familiales françaises une meilleure stabilité comparativement à leurs paires non-familiales. En Belgique, une étude comparant l'évolution, durant la crise, de variables

sociales pouvant influencer le bien-être des salariés a permis de conclure à une meilleure fidélisation de ces derniers et à une gestion plus prudente des entreprises familiales (Colot *et al.*, 2011). Pendant les années 2005 à 2009, elles auraient, entre autres, moins licencié leurs employés et auraient protégé davantage leurs salariés permanents, créant ainsi une meilleure stabilité et davantage de bien-être dans l'entreprise. Une enquête de *PriceWaterhouseCoopers* sur l'entrepreneuriat familial belge en 2010-2011 reconnaît qu'il est l'un des piliers de l'économie belge et les entrepreneurs familiaux de ce pays estiment que leur caractère familial les a aidés à surmonter la crise. Ils se montrent positifs face à l'avenir, envisageant une croissance et plusieurs acquisitions au cours de la prochaine année, la succession demeurant toutefois leur principal défi.

En Australie, Aldamen *et al.* (2012) ont étudié l'impact de la gouvernance sur la performance de plus de 2200 entreprises au passage de la crise. Contrairement à leurs prévisions, les auteurs ont découvert une corrélation négative entre de bonnes pratiques de gouvernance et la valeur des firmes familiales. Ces dernières ne seraient pas plus efficaces et ne présenteraient pas plus d'attrait pour les investisseurs en période de turbulence que les autres types d'entreprises. Dans les pays comme l'Allemagne, l'Angleterre, la France et l'Italie, Zhou (2012) et Zhou et Wang (2012) concluent que les firmes familiales comptaient entre autres moins de dépenses administratives et d'investissement durant la crise et optaient pour des mesures plus sécuritaires que leurs homologues non familiales. Les entreprises familiales dont le fondateur occupe toujours un poste de dirigeant se démarquent particulièrement; elles sont celles qui obtiennent les meilleures performances et



qui ont les plus faibles coûts d'agence dans la période de crise. Ces conclusions s'apparentent à celles de Dessender et *al.* (2008) qui ont montré une meilleure performance des entreprises familiales espagnoles dans la crise financière, particulièrement les entreprises où le fondateur est toujours présent. Les conclusions de Lins et *al.* (2011) semblent par contre différentes puisqu'ils montrent, à travers leur étude couvrant 8600 firmes dans 40 pays différents, que le contrôle familial est associé à une plus faible valeur de l'entreprise à la suite du choc financier.

Selon l'enquête mondiale de *PriceWaterhouseCoopers* sur les entreprises familiales, réalisée en 2010, le Canada aurait mieux résisté au ralentissement économique que ses homologues internationaux. Appelés à faire un bilan des 12 derniers mois, 66% des répondants canadiens ont affirmé avoir enregistré une croissance de la demande de leurs produits et services comparativement à 45% pour les répondants des autres marchés dans le monde. Les firmes familiales auraient affronté la crise avec plus d'assurance principalement grâce à leurs efforts afin de préserver leurs relations à long terme, avec leurs employés, leurs clients et leurs fournisseurs. 70% des répondants ayant confirmé que leur statut d'entreprise familiale les a aidés. Quoiqu'elles aient été fragilisées quant à la confiance qu'elles ont en l'avenir, 66% des entreprises familiales sondées envisagent tout de même prendre de l'expansion dans la prochaine année. Leur principale préoccupation serait majoritairement reliée au recrutement et à la succession de l'entreprise.

Dans leur enquête de 2012-2013, *PriceWaterhouseCoopers* confirmait à nouveau la stabilité des entreprises familiales canadiennes à la fin de la crise financière de 2008. Ces dernières, ayant connu une croissance de leurs ventes de l'ordre de 60% dans la dernière année, ont une confiance plus marquée en leur futur que leurs homologues internationaux. En effet, 87% des entreprises familiales canadiennes ayant répondu au sondage envisagent une croissance constante dans les cinq prochaines années. Les bonnes performances du passé et la vision à long terme de ces entreprises constitueraient leur principal avantage.

Ainsi, en référence aux différentes études antérieures, compte tenu de la performance stable de l'économie canadienne au cours de la période de la crise financière et le fait que les entreprises familiales se seraient démarquées avantageusement dans plusieurs pays au cours de cette même période, nous anticipons que notre recherche conclue à une meilleure performance des entreprises familiales canadiennes comparativement à leurs homologues non familiales durant la crise de 2008. En effet, tel que le soulèvent les recherches, nous croyons que les choix plus conservateurs des entreprises familiales, leur vision à long terme et l'efficacité de leur gestion leur auront conféré un avantage dans la crise financière, tant en performance de marché (Q de Tobin) qu'en performance comptable (ROA et ROE). Ainsi, nous proposons l'hypothèse suivante quant à la performance des entreprises familiales canadiennes durant la crise financière :

**H3 :** Les entreprises contrôlées par une famille ont mieux performé durant la récente crise financière que les entreprises non familiales.

## **4. ÉTUDE EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE LA PERFORMANCE ET LE CONTRÔLE FAMILIAL**

Dans cette partie, nous présenterons, tout d'abord, une revue de littérature permettant de comprendre les spécificités du contexte canadien en termes de mécanisme de gouvernance, de structure de propriété et de contrôle ainsi que les régimes légaux qui caractérisent les entreprises. Ensuite, nous étudierons l'impact du contrôle familial sur la performance mesurée en valeur comptable et en valeur du marché.

### **4.1 Caractéristiques du contexte canadien**

La Porta et *al.* (1999) démontrent que le phénomène de la dispersion du capital est spécifique aux États-Unis et au Royaume-Uni et que la situation qui prévaut dans la plupart des pays à travers le monde est bien différente. L'actionnariat des grandes sociétés, dans le reste du monde, est principalement concentré entre les mains d'actionnaires dominants, ces derniers détenant parfois un pourcentage élevé des droits de votes. De plus, le contrôle des droits de vote exercé par ces actionnaires est souvent supérieur à leur part dans le capital des sociétés, phénomène que l'on désigne par la séparation de la propriété du capital et du contrôle des votes (Bozec et Laurin, 2004). Au Canada, une grande proportion d'entreprises canadiennes cotées sont dominées par des actionnaires contrôlants, généralement des

familles, qui détiennent des droits de vote en excès à leurs droits aux cash flow. Deux mécanismes principaux permettent de séparer la propriété du capital du contrôle des droits de vote: les actions à droits de vote multiples ou restreints et le contrôle pyramidal (Ben-Amar et André, 2005). Ainsi au Canada, un actionnaire peut détenir le plein contrôle d'une société cotée en bourse, parfois même de plusieurs, avec une part relativement modeste dans le capital-actions (Morck et *al.*, 1999). À l'exception de certains pays, cette situation est aussi fréquente à travers le monde (La Porta et *al.*, 1999).

Concernant les caractéristiques du contexte canadien, Bozec et *al.* (2006) mettent en lumière l'environnement juridique du Canada en comparant les niveaux de concentration de propriété selon le cadre réglementaire particulier qui caractérise le Québec (code civil) et le reste du Canada (common law). Cette recherche permet de comprendre que le Québec est caractérisé par une concentration des droits de vote ainsi qu'une séparation plus prononcée entre les droits de vote et de propriété. Ainsi, lorsque les entreprises sont incorporées sous le régime de droit civil, elles auraient des structures d'actionariat plus concentrées et davantage sujettes à la séparation des droits de vote et de propriété. La protection des actionnaires minoritaires serait plus faible dans ce contexte. Bozec et *al.* (2009) ont approfondi ce sujet en étudiant la relation entre l'excès de contrôle et le coût en capital selon les différents régimes juridiques. Ils ont obtenu une relation positive entre l'excès de contrôle et le coût en capital et que les entreprises incorporées sous le régime civil du Québec ont des coûts du capital plus élevées que celles des autres provinces où les entreprises sont incorporées sous le common law. Bozec et Bozec (2010) montrent que les

coûts du capital diminuent avec de meilleures pratiques de gouvernance liées à la composition de l'équipe de dirigeants, la rémunération incitative, les droits des actionnaires, etc.

Dans leurs études de 2003 et 2004, Attig et Ghadoum se sont également attardés à la gouvernance des entreprises canadiennes ainsi que leur structure d'actionariat. Ils concluent que la propriété et le contrôle sont particulièrement concentrés au Canada en plus d'avoir une forte séparation entre propriété et contrôle. Le Québec est caractérisé par une forte proportion d'entreprises à contrôle familial et public comparativement au reste du Canada et utiliserait davantage les structures pyramidales et des classes d'actions multiples (Attig et Gadhoum, 2003). Les régimes légaux du Canada, et particulièrement du Québec en raison de son régime civil, offrent une moins bonne protection aux actionnaires comparativement à des pays tels que les États-Unis et le Royaume-Uni. La structure de propriété des firmes du Québec s'apparenterait davantage à celle de la France (Attig et Gadhoum, 2004). Cette situation particulière qui teinte la concentration et la gouvernance des entreprises du Canada et du Québec serait fortement liée à la taille des entreprises, plus petites que celles des États-Unis et du Royaume-Uni, et à l'histoire du Canada (Gadhoum, 2006). Aussi, toujours selon Gadhoum (2006), 84% des entreprises canadiennes ont un seul propriétaire ultime et la présence d'un second actionnaire majoritaire ne contribuerait ni à augmenter l'efficacité de l'entreprise, ni à diminuer le risque d'expropriation. L'impact du rôle légal sur la structure de propriété et la compétitivité du Canada a également été

reconnu dans d'autres études comme celles de Daniels et Halpern (1995), Daniels et Iacobucci (2000) et Valsan (2007).

## **4.2 Données**

Notre échantillon est constitué d'entreprises cotées à la bourse de Toronto (TSX) allant des années 2005 à 2010. Initialement, nous avons obtenu 840 sociétés canadiennes cotées. De ces sociétés, nous avons retiré celles dont le siège social n'est pas au Canada, et les entreprises financières, puisque les rendements de ces dernières ne sont pas représentatifs des entreprises régulières, ce qui nous a laissé un total de 676 entreprises.

Les données financières ont été collectées à partir de la base de données StockGuide. Nous avons retiré les entreprises dont les données étaient incomplètes, ce qui a porté notre échantillon final à 504 entreprises. Les informations concernant la juridiction, la structure de propriété et la direction des entreprises ont été recueillies manuellement à partir des rapports annuels, des rapports de gestion et des circulaires de direction en utilisant le site SEDAR et sur les sites internet des différentes sociétés. Nous avons ainsi recueilli l'information sur l'identité, la participation dans le capital et les droits de vote du véritable actionnaire principal. Dans le cas où l'entreprise sélectionnée était détenue par une autre société, nous avons remonté la chaîne afin d'identifier l'actionnaire principal de cette société et de toutes les sociétés faisant partie de la chaîne pyramidale jusqu'à l'identification du vrai détenteur de contrôle. Il est à noter qu'au Canada, les lois sur les

valeurs mobilières exigent la divulgation dans la circulaire annuelle de la direction de l'identité de tout actionnaire possédant plus de 10% des actions en circulation d'une société (André et Schiehl, 2004).

### **4.3 Définitions des variables**

#### **4.3.1 Définitions des entreprises familiales**

Comme nous l'avons abordé précédemment, il n'y a pas de définition précise et claire d'une entreprise familiale dans l'ensemble de la littérature. Dans notre étude, nous avons choisi de porter notre attention sur trois types de définition d'entreprise familiale afin d'observer la différence de performance selon ces points de vue distincts.

La première (Famille) est basée sur les études de La Porta *et al.* (1999), Miller et Le Breton-Miller (2006), Claessens *et al.* (2002), King et Santor (2008) et Bozec (2008) qui statuent qu'une entreprise est à contrôle familial si 20% et plus des actions votantes sont détenues par un ou plusieurs membres de la famille. La seconde (FamPDG) se réfère à la définition de Villalonga et Amit (2006) qui définissent les entreprises familiales comme celles dont un ou plusieurs membres de la famille détiennent plus de 20% des actions et dans laquelle ils occupent un poste de gestion ou de direction dans l'entreprise. Ainsi, ces actionnaires sont considérés comme des actionnaires familiaux actifs. La troisième considère la participation au capital des actionnaires familiaux ayant 20% et plus des droits de vote (FamPROPR).

Pour collecter les données, nous avons procédé comme suit. La structure de propriété des entreprises est établie par le pourcentage direct de droits de vote détenu par l'actionnaire dominant ainsi que son pourcentage de droits de propriété. L'identité de l'actionnaire de contrôle familial est obtenue lorsque le plus grand actionnaire est une famille. Si le plus grand actionnaire est identifié comme une société, la chaîne de participation a été remontée à travers les différents rapports de gestion et circulaires de direction des entreprises lorsqu'il était possible de trouver l'information. La propriété en capital des actionnaires de contrôle est obtenue par les participations au capital en remontant la chaîne de contrôle. Ainsi, un actionnaire de contrôle A qui détient directement 50% du capital de l'entreprise B, et que l'entreprise B détient, à son tour, directement 40% du capital de l'entreprise C, alors il est établi que A possède alors 20% ( $50\% \times 40\% = 20\%$ ) du capital dans l'entreprise C. Les droits de vote des actionnaires de contrôle sont obtenus par le lien le plus faible dans la chaîne de contrôle. La variable «second actionnaire» identifie un second actionnaire dominant dans l'entreprise lorsque celui-ci détient 10% ou plus des droits de vote. Lorsque la famille occupe une fonction au sein de la direction ou du conseil d'administration, l'entreprise est donc identifiée comme étant gérée par la famille (variable FamPDG). L'ensemble de ces variables vise à vérifier la performance des entreprises dont le contrôle est familial, soit par le pourcentage de propriété et par son implication dans la direction de l'entreprise, tel que nous définissons les entreprises familiales. Nous souhaitons également comprendre si la présence d'un second actionnaire dominant dans l'entreprise a un effet sur la performance de celle-ci. Les entreprises dont



aucun actionnaire ne détient plus de 20% des actions sont considérées comme des entreprises à capital dispersé (King et Santor, 2008).

#### 4.3.2 Mesures de performance

Nous utiliserons les mesures de performance utilisées dans la plupart des grandes études pour analyser si la performance des entreprises familiales est supérieure ou non aux entreprises non familiales (Anderson et Reeb, 2003, Miller et *al.*, 2007, Villalonga et Amit, 2006, King et Santor, 2008, Andres, 2008).

- Le Q de Tobin représente la mesure de marché de la performance. Il se calcule comme suit :

$$Q = \frac{\text{Valeur comptable de la dette} + \text{Valeur marchande des actions}}{\text{Total des actifs}}$$

- La rentabilité de l'actif économique (ROA) représente la mesure comptable de la performance. Elle mesure l'efficacité de l'entreprise à créer des profits avec ses actifs. Elle se calcule comme suit :

$$ROA = \frac{\text{Revenus nets}}{\text{Total des actifs}}$$

- La rentabilité des capitaux propres (ROE) représente la deuxième mesure comptable de la performance. Elle mesure capacité de l'entreprise à créer des profits à partir de ses seuls capitaux propres investis par les actionnaires, elle se calcule comme suit :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Résultats nets}}{\text{Capitaux propres}}$$

#### 4.3.3 Les variables de contrôle

La variable de juridiction identifiée par Québec permet de vérifier si les entreprises du Québec se distinguent des entreprises du reste du Canada. Cette variable est une variable dichotomique valant 1 si le siège social de l'entreprise est situé dans la province du Québec et zéro sinon. La variable Québec-LCSA vise à vérifier si les entreprises du Québec incorporées selon la loi fédérale (LCSA) présentent une meilleure performance. Elle prend la valeur de 1 si la société provient du Québec et que l'incorporation est faite selon LCSA et zéro sinon. Aussi, la variable Québec-LCQ est une variable dichotomique valant 1 lorsque l'entreprise provient du Québec et que la loi d'incorporation est la LCQ. Elle permet de vérifier l'incidence de la loi d'incorporation sur la performance de la firme.

Les autres variables de contrôle sont la taille mesurée par le logarithme du total des actifs, l'endettement mesuré par la dette à long terme sur le total des actifs, les dépenses en recherche mesurées par les dépenses en recherche sur total des actifs et le secteur industriel de chacune des entreprises ciblées. La variable de risque Beta mesure le risque du marché.

#### 4.4 Modèles économétriques

Basé sur l'étude de Zhou (2012), les modèles utilisés pour évaluer la performance des entreprises familiales sont les suivants :

M1 : Modèle portant sur la relation entre le contrôle familial et la performance

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 Famille_{it} + X_{it}\beta_2 + e_{it}$$

Où :

$Y_{it}$  = Performance basée sur le ROA et le Q de Tobin

$\beta_1$  = Coefficients

$Famille_{it}$  = 1 si l'entreprise est familiale, 0 sinon

$X_{it}$  = Les variables de contrôle, à savoir taille, taux d'endettement, recherche et développement, risque et secteur industriel

$e_{it}$  = Terme d'erreur

M2 : Modèle portant sur la relation entre l'implication de la famille et la performance

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 FamPDG_{it} + X_{it}\beta_2 + e_{it}$$

Où :

$Y_{it}$  = Performance basée sur le ROA et le Q de Tobin

$\beta_1$  = Coefficients

$FamPDG_{it}$  = 1 si un membre de la famille est impliquée dans la gestion, 0 sinon

$X_{it}$ : Les variables de contrôle, à savoir taille, taux d'endettement, recherche et développement, risque et secteur industriel

$e_{it}$  = Terme d'erreur

M3 : Modèle portant sur l'impact de la récente crise financière sur la performance des entreprises familiales

$$Y_{it} = \alpha + \beta_0 \text{Famille}_{it} * \text{crise}_i + \beta_2 \text{crise}_{it} + X_{it} \beta_3 + e_{it}$$

Où :

$Y_{it}$  = Performance basée sur le ROA et le Q de Tobin

$\beta_1$  = Coefficients

$\text{Famille}_{it}$  = 1 si l'entreprise est familiale, 0 sinon

$X_{it}$  = Les variables de contrôle, à savoir taille, taux d'endettement, recherche et développement, risque et secteur industriel

$e_{it}$  = Terme d'erreur

Pour la variable  $\text{crise}_{it}$ , nous utiliserons deux mesures, à savoir :

$\text{Crise}_{acc}$  = 1 si année fiscale est 2009 et 2010. Cette variable indique les années où la crise financière a affecté l'économie réelle.

$\text{Crise}_{mkt}$  = 1 si année fiscale est 2008, 2009 et 2010. Cette variable indique les années où la crise financière a affecté le marché financier.

Compte tenu de notre revue de littérature et du caractère unique et distinctif dans le mode de gestion et de décision, nous prévoyons une meilleure performance des entreprises familiales canadiennes et particulièrement à la suite de la crise financière.

Le tableau 4 suivant décrit les variables de notre recherche ainsi que les sources de données :

**Tableau 4 : Description des variables**

<b>Propriété</b>	<b>Description</b>	<b>Source :</b>
Second actionnaire	1 si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions, 0 sinon	SEDAR (site web)
Droits de vote	Droits de vote détenus directement ou indirectement par l'actionnaire ultime	
Droits au capital	Droits de propriété, i.e. donnant droit aux cash flows, détenus directement ou indirectement par l'actionnaire ultime	
Séparation	1 si droits de vote sont différent aux droits au capital, 0 sinon	
Famille	1 si l'actionnaire ultime est un individu ou un membre de la famille, 0 sinon	SEDAR (site web)
FamPDG	1 si un ou des membres de la famille occupent un poste de gestion, 0 sinon	
FamPROPR	Participation au capital des actionnaires familiaux	
<b>Droit (Jurisdiction) :</b>		

Québec	1 si la société est située au Québec, 0 sinon	STOCK GUIDE et site des entreprises
Québec-LCQ	1 si la société est située au Québec et incorporée sous la LCQ (code civil), 0 sinon	
Québec- LCSA	1 si la société est située au Québec et incorporée sous la LCSA (common law), 0 sinon	
<b>Crise financière</b>		
Crise <sub>acc</sub>	1 si année fiscale est 2009 et 2010, 0 sinon	
Crise <sub>mkt</sub>	1 si année fiscale est 2008, 2009 et 2010, 0 sinon	
<b>Variables de contrôle :</b>		
Taille	Logarithme du total actif à la fin de l'année fiscale	
Dette	Dette à long terme/total des actifs	
Industrie	Variables dichotomiques identifiant les industries	
RD	Dépenses en capital (incluant R&D) sur total des actifs	
Beta	Risque du marché	
<b>Variables de performance :</b>		
Q de Tobin	Valeur comptable de la dette + Valeur marchande des actions/Total des actifs	
ROA	Rentabilité de l'actif économique = Bénéfices nets avant postes extraordinaires sur total actif	
ROE	Rentabilité des capitaux propres = Rapport entre les résultats nets et les capitaux propres investis par les actionnaires	
Années	Série de variables dichotomiques pour les années 2005 à 2010	

## 5. ANALYSE DES RÉSULTATS

La présente section expose les analyses descriptives, univariées et multivariées de notre échantillon de 504 entreprises cotées à la bourse de Toronto entre 2005 et 2010.

### 5.1 Statistiques descriptives

Un total de 3024 observations compose notre échantillon (tableau 5). La répartition des industries dans lesquelles opèrent les entreprises est la suivante : 27,56% dans les matériaux, 19,85% dans l'énergie, 13,3% dans le secteur industriel, 12,31% dans les biens de consommation, 7,74% dans le domaine de la santé, 7,15% dans les technologies de l'information, 6,55% dans la consommation des produits essentiels, 3,57% dans les services publics et 1,98% dans le secteur des télécommunications.

**Tableau 5 : Répartition des entreprises par secteur industriel**

<b>Industrie</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Biens de consommation	372	12.31	12.31
Produits essentiels	198	6.55	18.86
Énergie	600	19.85	38.70
Santé	234	7.74	46.44
Industriel	402	13.30	59.74
Techno. Information	216	7.15	66.89
Matériaux	833	27.56	94.44
Télécommunications	60	1.98	96.43
Services publics	108	3.57	100.00
<b>Total</b>	<b>3024</b>	<b>100.00</b>	

Concernant la structure d'actionnariat, dans notre échantillon, 75% des entreprises ont une séparation entre les droits de vote et les droits de propriété (tableau 6). Cette proportion est différente entre autres de l'étude de Bozec et Laurin (2004) qui établissaient ce ratio à 40% et à celle de Bozec (2008) qui établissait ce pourcentage à 31%. Cela peut être dû aux différences des seuils de contrôle qui ont été retenus dans les deux études. Sur nos 3024 entreprises-année, 66,07% des entreprises n'ont pas d'actionnaire de contrôle détenant 20% ou plus des droits de vote et sont donc des entreprises à contrôle dispersé. Ce pourcentage est différent de celui établi par Attig et Ghadoum (2003), qui statuaient que dans près de 63% des entreprises canadiennes l'actionnaire dominant contrôlait au moins 20% des actions votantes, mais se rapproche de celui établi par King et Santor (2008) qui concluaient que 56% des entreprises canadiennes étaient à capital dispersé. Toujours selon notre échantillon, 10,91% des entreprises contrôlées le sont par un actionnaire de contrôle non familial alors que 23,02% des entreprises contrôlées le sont par une famille (tableau 7).

**Tableau 6 : Séparation entre les droits de vote et les droits au capital**

<b>Séparation entre les droits de vote et droits au capital</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
0	756	25.00	25.00
1	2268	75.00	100.00
<b>Total</b>	<b>3024</b>	<b>100.00</b>	



**Tableau 7 : Type de contrôle des entreprises**

Type de contrôle	Nombre	Pourcentage	Pourcentage cumulé
Contrôle dispersé	330	10.91	10.91
Contrôle familial	696	23.02	33.02
Contrôle non familial	1998	66.07	100.00
<b>Total</b>	<b>3024</b>	<b>100.00</b>	

Selon notre échantillon, en s'attardant aux entreprises familiales, le pourcentage d'entreprises présentant une séparation entre les droits de vote et de propriété passe à 32,76% (tableau 8). Aussi, ces entreprises opèrent à 25% dans l'industrie des biens de consommation, 15,5% dans les produits essentiels, 16,38% dans le secteur industriel, 12% dans l'énergie, 6% dans le domaine de la santé, 7,15% dans les technologies de l'information, 6,59% dans les services publics, 5,49% dans les technologies de l'information, 5,17% dans les matériaux et 1,72% dans le secteur des télécommunications (tableau 9). Toujours dans les entreprises identifiées comme familiales dans notre échantillon, 54,39% ont un second actionnaire dominant qui contrôle au moins 10% des droits de vote (tableau 10). La présence de ces actionnaires permet de contrôler le comportement des familles et d'assurer un rôle important de surveillance dans la prise de décision des actionnaires principaux familiaux. Finalement, dans 83,62% des entreprises contrôlées par des familles, celles-ci occupent également une fonction de gestion ou de direction dans l'entreprise (tableau 11).

**Tableau 8 : Séparation entre les droits de vote et les droits au capital des entreprises****familiales**

<b>Séparation entre les droits de vote et droits au capital</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
0	468	67.24	67.24
1	228	32.76	100.00
<b>Total</b>	<b>696</b>	<b>100.00</b>	

**Tableau 9 : Répartition sectorielle des entreprises familiales**

<b>Industrie</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Biens de consommation	174	25.00	25.00
Produits essentiels	108	15.52	40.52
Énergie	84	12.07	52.59
Santé	42	6.03	58.62
Industriel	114	16.38	75.00
Techno. Information	36	5.17	80.17
Matériaux	84	12.07	92.24
Télécommunications	12	1.72	93.97
Services publics	42	6.03	100.00
<b>Total</b>	<b>3024</b>	<b>100.00</b>	

**Tableau 10 : Présence d'un second grand actionnaire dans les entreprises familiales**

<b>Second actionnaire</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Absence d'un second grand actionnaire	312	45.61	45.61
Présence d'un second grand actionnaire	372	54.39	100.00
<b>Total</b>	<b>684</b>	<b>100.00</b>	

**Tableau 11 : L'implication de la famille dans la gestion**

<b>Famille gestion</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Aucune implication dans la gestion	114	16.38	16.38
Implication dans la gestion	582	83.62	100.00
<b>Total</b>	<b>696</b>	<b>100.00</b>	

Dans l'ensemble de 3012 observations, 15,17% des entreprises de l'échantillon total sont québécoises, c'est-à-dire qu'elles ont un siège social au Québec, alors que 84,83% des entreprises ont un siège social dans une autre province canadienne (tableau 12). Dans les entreprises identifiées au Québec (tableau 13), 17,68% d'entre elles sont régies par la loi québécoise sur les compagnies (LCQ) et 82,32% sont incorporées selon la loi canadienne des sociétés par actions (LCSA). En s'attardant aux entreprises familiales canadiennes de notre échantillon, nous notons que 26,32% sont des firmes québécoises (tableau 14) et que la majorité sont incorporées selon la LCSA (tableau 15).

**Tableau 12 : Entreprises ayant un siège social au Québec**

<b>Québec</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Siège social hors Québec	2555	84.83	84.83
Siège social au Québec	457	15.17	100.00
<b>Total</b>	<b>3012</b>	<b>100.00</b>	

**Tableau 13 : Juridiction des entreprises québécoises**

<b>Québec - LCQ</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Non régies par la LCQ	391	82.32	82.32
Régies par la LCQ	84	17.68	100.00
<b>Total</b>	<b>475</b>	<b>100.00</b>	

**Tableau 14 : Entreprises familiales ayant un siège social au Québec**

<b>Québec</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Siège social hors Québec	504	73.68	73.68
Siège social au Québec	180	26.32	100.00
<b>Total</b>	<b>684</b>	<b>100.00</b>	

**Tableau 15 : Juridiction des entreprises familiales québécoises**

<b>Québec - LCQ</b>	<b>Nombre</b>	<b>Pourcentage</b>	<b>Pourcentage cumulatif</b>
Non régies par la LCQ	144	82.76	82.76
Régies par la LCQ	30	17.24	100.00
<b>Total</b>	<b>174</b>	<b>100.00</b>	

**Tableau 16 : Statistiques descriptives des principales variables de l'échantillon total**

<b>Variable</b>	<b>Observation</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Écart type</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
Taille	2999	19.55562	1.65012	17.18601	22.24869
Dette	2965	0.250663	0.25191	0.001	0.72271
RD	2988	0.0175757	0.03578	0	0.11115
Age	3009	27.28946	19.72228	6	67
Q de Tobin	2909	1.75013	1.04581	0.66930	4.00007
ROE	2909	1.106674	17.13421	-35.41197	22.21348
ROA	2909	-0.5694498	11.71241	-25.7	13.49768
Beta	2826	0.9253895	0.54313	-0.27935	3.10184

Les actionnaires familiaux détiennent en moyenne 38,2% des droits de propriété et 49,12% des droits de vote (tableau 17). Cet écart entre les droits de vote et les droits de propriété est similaire, entre autres, aux études de King et Santor (2008), Bozec et *al.* (2008) et Bozec et *al.* (2009), Attig et Ghadoum (2003 et 2004). Les firmes familiales sont plus âgées puisqu'elles ont en moyenne 37,57 ans alors que l'ensemble des firmes de l'échantillon ont 27,28 ans. Elles ont un taux d'endettement supérieur (30,14%) à celui de l'ensemble des entreprises (25,07%) et un taux d'investissement de 1% en recherche et développement en moyenne comparativement à 17,58% pour l'ensemble des entreprises. Les entreprises familiales présentent un Q de Tobin plus faible (1,453) que celui de l'ensemble de l'échantillon (1,75) ce qui indique que le marché attache moins de valeur aux entreprises familiales et que les actionnaires sont plus réticents à investir dans les entreprises familiales. Toutefois, ces dernières présentent en moyenne une meilleure rentabilité de l'actif économique (2,54%) comparativement à toutes les firmes de l'échantillon (-0,57%). Ce résultat indique que les entreprises familiales ont une meilleure utilisation de leurs actifs pour générer un maximum de revenus. Il est également intéressant de noter que la rentabilité des capitaux propres (ROE) des entreprises familiales est en moyenne plus élevée à 4,92% que l'ensemble des entreprises dont celle-ci se situe à 1,1%. Bien que ce ratio soit faible dans les deux cas, il souligne toutefois une propension des entreprises familiales à générer davantage de profit à partir de leurs capitaux propres. Globalement, les résultats montrent que la performance des entreprises familiales est différente de celles non familiales. Les divergences de résultat entre le Q de Tobin et les indicateurs de valeur comptable (ROA et ROE) indiquent que les entreprises familiales

présenteraient moins d'attrait sur le marché aux yeux des investisseurs (Q de Tobin) mais qu'elles auraient toutefois une meilleure gestion de leurs actifs et de leurs capitaux propres et maximiseraient davantage leur performance financière.

**Tableau 17 : Statistiques descriptives des entreprises familiales**

Variable	Observation	Moyenne	Écart type	Min	Max
Taille	544	19.85238	1.63218	17.18601	22.24869
Dette	536	0.30143	0.26369	0.001	0.72271
RD	544	0.01001	0.02573	0	0.11115
Age	545	37.57982	21.33826	6	67
Q de Tobin	530	1.45369	0.77591	0.66929	4.00007
ROE	538	4.91585	15.28373	-0.35412	22.21348
ROA	544	2.53886	9.70600	-25.7	13.49768
Droit au capital	528	0.38226	0.15904	0.1862	0.643
Droit de vote	528	0.49123	0.20999	0.212	0.8017
Séparation	528	2.17799	3.80514	1	23.47222
Beta	666	0.65556	0.49374	-0.08363	2.63978

La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. Beta indique le risque du marché. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Droits au capital indique la participation au capital des actionnaires familiaux. Droits de vote représente les droits de vote détenus directement ou indirectement par le principal actionnaire. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Beta indique le risque du marché.

Finalement, lorsque la famille est impliquée dans la gestion de l'entreprise, les résultats s'avèrent peu différents (tableau 18). Les entreprises gérées par les familles ont en moyenne 37,59 ans, elles sont endettées à 31,1% et investissent à 1% en recherche et

développement. Leur Q de Tobin demeure à 1,453, leur rentabilité des actifs (ROA) atteint 2,83% et leur rentabilité des capitaux propres (ROE) se situe à 5,5%. Elles détiennent en moyenne 37,1% des droits de propriété et 49,2% des droits de vote.

**Tableau 18 : Statistiques descriptives des entreprises familiales impliquées dans la gestion**

Variable	Observation	Moyenne	Écart type	Min	Max
Taille	478	19.88203	1.67722	17.18601	22.24869
Dette	470	0.31109	0.26349	0.001	0.72271
RD	478	0.01006	0.02674	0	0.11115
Age	479	37.59081	21.15127	6	67
Q de Tobin	464	1.45700	0.76815	0.66929	4.00007
ROE	473	5.50066	14.30842	-35.41197	22.21348
ROA	478	2.82637	9.10438	-25.7	13.49768
Droit au capital	462	0.37103	0.15578	0.1862	0.643
Droit de vote	462	0.49207	0.21256	0.212	0.8017
Séparation	462	2.34628	4.04042	1	23.47222
Beta	564	0.65768	0.46853	0.00083	2.63978

La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. Beta indique le risque du marché. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Droits au capital indique la participation au capital des actionnaires familiaux. Droits de vote représente les droits de vote détenus directement ou indirectement par le principal actionnaire. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Beta indique le risque du marché.

## 5.2 Analyses univariées

Ici, nous utilisons le test paramétrique de Student (test  $t$ ) afin de tester l'hypothèse d'égalité des moyennes de nos variables mesurant la performance entre les entreprises familiales et celles non familiales.

Dans l'ensemble, notre analyse porte sur 2909 observations-année distinguant les entreprises familiales et non familiales. En moyenne, nous notons une différence significative entre les performances des entreprises familiales et celles non familiales. En effet, que ce soit en termes de valeur de marché (Q de Tobin moyen) ou en valeur comptable (ROA et ROE), les entreprises familiales ont, en moyenne, une performance différente de celle des entreprises non familiales (tableau 19).

**Tableau 19 : Test de différence de moyenne de la performance des entreprises familiales et non familiales**

Variable	Familiale	Non familiale	Différence	$t$ Student
Q de Tobin (2909)	1.43204 (674)	1.84605 (2235)	0.41402	9.1355***
ROE (2909)	4.584258 (680)	0.04577 (2229)	-4.53849	-6.0836***
ROA (2999)	2.19229 (692)	-1.39785 (2307)	-3.59014	-7.1307***

Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique



un niveau de significativité au seuil de 1%,\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Tel que l'indique le tableau 20, il y a une différence significative de la valeur de marché (Q de Tobin) et de la valeur comptable (rentabilité des capitaux propres et rentabilité de l'actif économique) entre les entreprises familiales gérées par un membre de la famille et les entreprises non familiales.

**Tableau 20 : Test de différence de moyenne de la performance des entreprises familiales gérées par un membre de la famille et celles non familiales**

Variable	Famille impliquée dans la gestion	Non familiale	Différence	t Student
Q de Tobin (2536)	1.42563 (581)	1.89949 (1955)	0.47386	9.6249***
ROE (2538)	5.17079 (592)	-0.19729 (1946)	-5.36809	-6.7416***
ROA (2617)	2.54247 (597)	-1.73089 (2020)	-4.27336	-7.8293***

Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses.\*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%,\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Zhou (2012) détermine deux effets à la dernière crise financière, soit un effet comptable (crise comptable) en 2009 et 2010, moment où la crise financière a réellement affecté l'économie et un effet sur le marché (crise du marché), en 2008, 2009 et 2010, période où la crise financière a réellement affecté le marché financier. Nos analyses comparatives des moyennes entre les performances des entreprises familiales et non familiales tiennent compte de ces deux périodes de la crise. Ainsi, avant la période de la crise comptable, tel que le démontre le tableau 21, les entreprises familiales présentaient en moyenne une rentabilité de l'actif économique et une rentabilité des capitaux propres différente que les entreprises non familiales. En moyenne, ces différences sont significatives. Durant la période de la crise comptable, soit pendant les années 2009 et 2010, les firmes familiales maintiennent une performance différente quant à leur rentabilité de l'actif économique et de leur rentabilité des capitaux propres en comparaison de leurs homologues non familiales. En moyenne, ces différences en matière de performance mesurée en terme comptable sont significatives pour la période de la crise comptable.

**Tableau 21 : Test de différence des moyennes de la performance comptable des entreprises familiales et non familiales avant et durant la crise**

Variable	Familiale	Non familiale	Différence	t Student
<b>Avant crise (2005, 2006, 2007 et 2008)</b>				
ROA (1991)	2.32862 (460)	-1.40832 (1531)	-3.73695	-5.8476***
ROE (1936)	4.72702 (453)	0.2099388 (1483)	-4.517081	-4.8214***
<b>Durant crise (2009 et 2010)</b>				
ROA (1008)	1.92197 (232)	-1.37719 (776)	-3.29917	-4.0875***
ROE (973)	4.29937 (227)	-0.28059 (746)	-4.579955	-3.7374***

Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Concernant la crise du marché (tableau 22), avant le début de la période de la crise de 2008, les firmes familiales présentent en moyenne un ratio de Q de Tobin significativement différent de celui de leurs homologues non familiales. Au cœur de la crise du marché, dans les années 2008 à 2010, la performance mesurée en valeur de marché (Q de Tobin) des entreprises familiales demeure significativement différente de celles non familiales.

**Tableau 22 : Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché entre les entreprises familiales et non familiales avant et durant la crise**

Variable	Familiale	Non familiale	Différence	t Student
<b>Avant crise (2005, 2006 et 2007)</b>				
Q de Tobin (1419)	1.57989 (330)	2.12099 (1089)	0.54110	8.2197***
<b>Durant crise (2008, 2009 et 2010)</b>				
Q de Tobin (1490)	1.29021 (344)	1.58479 (1146)	0.29459	5.0086***

Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

En nous attardant à notre seconde définition d'entreprise familiale, soit celle contrôlée et gérée par la famille, nous notons qu'avant la période de la crise comptable (tableau 23), les entreprises familiales présentent en moyenne une rentabilité de l'actif économique (ROA) et une rentabilité des capitaux propres (ROE) différentes des entreprises non familiales. En moyenne, ces différences sont également significatives. Aussi, durant la période de la crise comptable, en 2009 et 2010, nous constatons qu'en moyenne il y a également une différence significative de la performance comptable des entreprises familiales dirigées par un membre de la famille comparativement à leurs homologues non familiales.

**Tableau 23 : Test de différence de moyennes de la performance comptable des entreprises dirigées par une famille et celles non familiales avant et durant la crise**

<b>Variable</b>	<b>Gestion familiale</b>	<b>Non familiale</b>	<b>Différence</b>	<b>t Student</b>
<b>Avant crise (2005, 2006, 2007 et 2008)</b>				
ROA (1737)	2.68029 (397)	-1.82362 (1340)	-4.50392	-6.4840***
ROE (1686)	5.204172 (394)	-0.09631 (1292)	-5.30048	-3.3339***
<b>Durant crise (2009 et 2010)</b>				
ROA (880)	2.26888 (200)	-1.54817 (680)	-3.81705	-4.3907***
ROE (852)	5.104391 (198)	-0.39680 (654)	-5.50119	-4.2285***

Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Concernant la crise du marché (tableau 24), avant le début de la période de la crise de 2008, les firmes familiales dirigées par un membre de la famille présentent en moyenne un ratio de Q de Tobin différent de leurs homologues non familiales et cette différence est significative. En moyenne, la performance mesurée en valeur de marché des entreprises familiales demeure significativement différente de celles non familiales au cœur de la crise de marché, dans les années 2008 à 2010.

**Tableau 24 : Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché entre les entreprises dirigées par une famille et celles non familiales avant et durant la crise**

<b>Variable</b>	<b>Gestion familiale</b>	<b>Non familiale</b>	<b>Différence</b>	<b>t Student</b>
<b>Avant crise (2005, 2006 et 2007)</b>				
Q de Tobin (1238)	1.56951 (285)	2.18025 (953)	0.6107401	8.5939***
<b>Durant crise (2008, 2009 et 2010)</b>				
Q de Tobin (1298)	1.2871 (296)	1.63247 (1002)	0.345372	5.3734***

Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Concernant la performance spécifique aux entreprises familiales avant et pendant les deux périodes de la crise, nous notons en moyenne une différence significative de la performance de celles-ci avant et après la crise du marché de 2008 quant à la valeur du ratio de Q de Tobin (tableau 25). Toutefois, pour notre échantillon d'entreprises familiales, nous ne pouvons conclure à une différence significative de la performance mesurée en valeur comptable (rentabilité de l'actif économique et rentabilité des capitaux propres) et ce, avant et après l'épisode de crise comptable dont les effets ont été ressentis en 2009 (tableau 26).

**Tableau 25 : Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché des entreprises familiales avant et durant la crise**

Variable	Avant Crise (2005, 2006 et 2007)	Durant crise (2008, 2009 et 2010)	Différence	t Student
Q de Tobin (674)	1.57989 (330)	1.29021 (344)	0.28969	4.8782***

Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

**Tableau 26 : Test de différence des moyennes de la performance comptable des entreprises familiales avant et durant la crise**

Variable	Avant Crise (2005, 2006, 2007, 2008)	Durant crise (2009 et 2010)	Différence	t Student
ROA (692)	2.32862 (460)	1.92197 (232)	0.40665	0.5220
ROE (680)	4.72702 (453)	4.29997 (227)	0.42765	0.3474

Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%. Les coefficients des ROA et ROE présentés ici sont non significatifs.

De même, en s'attardant à notre seconde définition d'entreprises familiales, soit celles contrôlées et gérées par la famille, quant à la performance spécifique de ces dernières avant et pendant les deux périodes de la crise, nous obtenons en moyenne une différence

significative de la performance des entreprises familiales dirigées par la famille et ce, avant (2005-2007) et après les effets de la crise sur le marché (2008-2010). En effet, leur Q de Tobin moyen est significativement différent avant la crise et pendant la crise (tableau 27). Nous ne pouvons conclure, toutefois, à une différence significative de la performance moyenne des entreprises gérées par la famille (rentabilité de l'actif économique et rentabilité des capitaux propres) avant et après les effets comptable de la crise en 2009 (tableau 28). En somme, les résultats de nos analyses univariées confirment ceux obtenus par Zhou (2012) pour un échantillon international.

**Tableau 27 : Test de différence de moyennes de la performance en valeur de marché des entreprises dirigées par un membre de la famille avant et durant la crise**

Variable	Avant Crise (2005, 2006 et 2007)	Durant crise (2008, 2009 et 2010)	Différence	t Student
Q de Tobin (581)	1.56951 (285)	1.2871 (296)	0.28241	4.4141***

Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.



**Tableau 28 : Test de différence des moyennes de la performance comptable des entreprises dirigées par un membre de la famille avant et durant la crise**

Variable	Avant Crise (2005, 2006, 2007, 2008)	Durant crise (2009 et 2010)	Différence	t Student
ROA (597)	2.68029 (397)	2.26888 (200)	0.41141	0.5219
ROE (592)	5.20417 (394)	5.10439 (198)	0.09978	0.0803

Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la rentabilité de l'actif économique. Le nombre d'observations est donné entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

### 5.3 Analyses de régression

Dans cette section, nous nous proposons d'explorer empiriquement l'effet du contrôle familial sur la performance des entreprises. La méthode d'estimation utilisée est celles des moindres carrés ordinaires (MCO) des données de panel. Ces données sont constituées d'observations répétées sur plusieurs années sur un ensemble d'entreprises. Cette forme de régression multiple permet donc de contrôler conjointement les effets individuels et les effets temporels. Le tableau 29 indique les corrélations entre nos différentes variables. Nous constatons que nos variables sont faiblement corrélées ou non corrélées aux seuils de 1% et 5%. Pour les différentes variables indépendantes de nos modèles, les tests *VIF (Variance Inflation Factor)*<sup>1</sup> ont été menés. Les résultats de ces

<sup>1</sup> Les résultats sont disponibles sur demande

tests montrent que le problème de colinéarité ne semble pas critique dans le cadre de nos régressions.

**Tableau 29 : Matrice de corrélation des variables**

Variable	Taille	Beta	Dette	RD	Age	Q de Tobin	ROE
Taille	1.0000						
Beta	0.0540*	1.0000					
Dette	0.3839*	-0.2059*	1.0000				
RD	-0.3947*		-0.2296*	1.0000			
Age	0.3323*	-0.2503*	0.1590*	0.2073*	1.0000		
Q de Tobin	-0.2291*	0.1439	-0.1163*	0.2857	-0.1928*	1.0000	
ROE	0.3992*	-0.1856*	0.1481*	-0.4271*	0.2429*	-0.0919*	1.0000
ROA	0.4220*	-0.1752*	0.1061*	-0.4759*	0.2369*	-0.1621*	0.9478
Québec	0.0586*	-0.2067*	0.1219*		0.0969*	-0.0452*	0.0542*
Québec - LCQ	0.0901*			-0.0627	0.0870*	-0.0354	-0.0808*
Québec- LCSA	-0.1110*	-0.0619		0.0595	-0.0853*		0.0836*
RD	-0.3947*		-0.2296*	1.0000*	-0.2073*	0.2857*	-0.4271*
Droits de vote	0.2438*	-0.2467*	0.0857*	-0.1117*	0.3328*	-0.1190*	0.1941*
Séparation	0.0902*	0.2082*	-0.0323*	0.0554*	-0.0306*	0.1384*	-0.0189

Variable	ROA	Québec	Québec - LCQ	Québec - LCSA	RD	Droit de vote	Séparation
ROA	1.0000						
Québec	0.0454*	1.0000					
Québec - LCQ	-0.0754	0.1069*	1.0000				
Québec- LCSA	-0.0779*		-1.0000	1.0000			
RD	-0.4759*		-0.0627	0.0595	1.0000		
Droits de vote	0.1676*	0.1840*	0.3496*	0.3496*	-0.1117*	1.0000	
Séparation	-0.0623*	0.0124	0.1724*	0.1884*	0.0554*	0.5145*	1.0000

La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. Beta indique le risque du marché. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Le Q de Tobin indique la valeur de marché. Le ROE indique la rentabilité des capitaux propres. Le ROA indique la

rentabilité de l'actif économique. Québec indique que l'entreprise est située au Québec. Québec-LCQ indique que l'entreprise est située au Québec et qu'elle est incorporée sous la loi du code civil (LCQ). Québec-LCSA indique que l'entreprise est située au Québec et qu'elle est incorporée sous le common law (LCSA). Droits de vote représente les droits de vote détenus directement ou indirectement par le principal actionnaire. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Les tableaux 30 et 31 montrent les résultats des régressions de la performance en valeur marchande (Q de Tobin) et en valeur comptable (rentabilité de l'actif économique) des entreprises familiales. Nos résultats ne nous permettent pas de vérifier notre hypothèse H1 selon laquelle la performance des entreprises familiales est différente de celle non familiales. En effet, les résultats de régression du Q de Tobin montrent que le coefficient associé à la variable dummy famille n'est pas significatif. Il semble, toutefois, que plus l'entreprise familiale possède d'actifs et est âgée, moins est elle performante. La variable Taille affecte négativement la performance en valeur de marché au seuil de 1% alors que la variable Age l'impacte négativement au seuil de 5%. La variable recherche et développement (RD) a un impact positif sur la performance au seuil de 1%, ce qui indique que plus l'entreprise familiale investit dans la recherche et le développement, mieux elle est valorisée par le marché.

Concernant la performance des entreprises familiales mesurée en valeur comptable, présentés dans le tableau 31, les résultats montrent que le coefficient lié la variable famille n'est pas significatif. Lorsque la performance est mesurée par la rentabilité de l'actif économique, il apparaît par contre que plus l'entreprise familiale est endettée et investit en

recherche et développement, moins est elle est performante. En revanche, plus l'entreprise familiale possède d'actifs tangibles, plus elle a un meilleur rendement.<sup>2</sup>

**Tableau 30 : Entreprise familiale et performance en valeur de marché (Q de Tobin)**

<b>Q de Tobin</b>	<b>Coefficient</b>
Famille	-0.15255 (0.868)
Séparation	0.19207 (0.042)**
Second actionnaire	-0.20019 (0.060)*
Taille	-0.10333 (0.000)***
Dette	0.42378 (0.769)
RD	5.91804 (0.000)***
Age	-0.00353 (0.030)**
Beta	0.19176 (0.002)***
Nombre d'observations	2715
$R^2$	0.1496

La variable Famille indique si l'actionnaire ultime est un individu ou un membre de la famille. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

<sup>2</sup> Il est à noter que nous ne présentons pas les résultats de la rentabilité des capitaux propres puisque ces derniers sont similaires aux résultats de la rentabilité de l'actif économique. Ils sont disponibles sur demande.

**Tableau 31 : Entreprise familiale et performance en valeur comptable (ROA)**

<b>ROA</b>	<b>Coefficient</b>
Famille	0.16507 (0.859)
Séparation	-1.06147 (0.256)
Second actionnaire	-0.54199 (0.605)
Taille	2.4244 (0.000)***
Dette	-7.54043 (0.000)***
RD	-119.1356 (0.000)***
Age	0.19188 (0.208)
Beta	-4.50083 (0.000)***
Nombre d'observations	2757
$R^2$	0.3490

La variable Famille indique si l'actionnaire ultime est un individu ou un membre de la famille. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données ente parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Les tableaux 32 et 33 présentent la performance de l'entreprise familiale lorsque celle-ci est définie sur la base de la propriété en capital. Nos résultats montrent que la performance mesurée par le Q de Tobin est affecté négativement par la propriété en capital

détenue par la famille. Ceci suggère que le marché attache moins de valeur aux entreprises familiales lorsque les actionnaires familiaux augmentent leur participation au capital. Ces derniers sont capables de prendre des décisions conformes à leurs objectifs et ce, aux dépens de la performance de la firme. Les résultats obtenus dans le cadre de ce travail de recherche ne confirment pas ceux des travaux d'Anderson et Reeb (2003) et Villalonga et Amit (2006) pour le contexte américain. Ceci confirme notre hypothèse H1 selon laquelle la performance des entreprises familiales est différente de celle non familiales. Également, la présence d'un second actionnaire, la tangibilité des actifs et l'âge de l'entreprise ont un effet négatif et significatif sur la performance mesurée en valeur de marché. Toutefois, lorsque la performance est mesurée en valeur comptable, les résultats des régressions ne sont pas significatifs.

**Tableau 32 : Relation entre la performance en valeur de marché (Q de Tobin) et la propriété en capital des actionnaires familiaux**

<b>Q de Tobin</b>	<b>Coefficient</b>
FamPROPR	-0.41252 (0.042)**
Séparation	0.09742 (0.367)
Second actionnaire	-0.26772 (0.005)***
Taille	-0.10248 (0.000)***
Dette	0.03383 (0.815)
RD	5.97710 (0.000)***
Age	-0.00302 (0.064)*
Beta	0.19230 (0.003)***
Nombre d'observations	2715
$R^2$	0.1486

La variable FamPROPR indique la participation au capital des actionnaires familiaux. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

**Tableau 33 : Relation entre la performance en valeur comptable (ROA) et la propriété en capital des actionnaires familiaux**

ROA	Coefficient
FamPROPR	2.66327 (0.170)
Séparation	-0.54319 (0.598)
Second actionnaire	-0.19092 (0.836)
Taille	2.42102 (0.000)***
Dette	-7.47164 (0.000)***
RD	-119.3301 (0.000)***
Age	0.01610 (0.292)
Beta	-4.49107 (0.000)***
Nombre d'observations	2757
$R^2$	0.3490

La variable FamPROPR indique la participation au capital des actionnaires familiaux. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Les tableaux 34 et 35 présentent la performance de l'entreprise familiale lorsque celle-ci, en plus d'être détenue par la famille, est aussi dirigée par un membre de la famille.



Sur la base de cette définition, le Q de Tobin est non significatif. Toutefois, nos résultats montrent que la présence d'un second grand actionnaire et la tangibilité des actifs ont un impact négatif et significatif sur le Q de Tobin. Par ailleurs les investissements en recherche et développement augmentent significativement la performance des entreprises en valeur de marché. Nos résultats suggèrent que la performance des entreprises familiales dirigées par un membre de la famille n'est pas significativement différente de celle non familiales. Ceci rejette l'argument selon lequel les entreprises familiales ayant une implication plus active de la famille ont une meilleure performance financière, principalement en raison de leurs horizons d'investissement à plus long terme (Anderson et Reeb, 2003; Burkart et *al.*, 2003, Villalonga et Amit, 2006). Pour Anderson et Reeb (2003), les entreprises familiales en plus d'avoir une structure plus efficace, performeraient mieux si le propriétaire agit comme chef exécutif ou président-directeur général, particulièrement s'il y a une présence continue de la famille fondatrice. L'intérêt de la famille à maximiser la valeur de la firme à long terme favoriserait la performance.

Par ailleurs, les résultats des régressions montrent que l'implication de la famille dans la gestion n'affecte pas la performance mesurée en terme comptable (ROA).

Ces résultats rejettent notre hypothèse H2 qui stipule que la performance des entreprises familiales, dirigées par un ou plusieurs membres de la famille est meilleure que celle des entreprises non familiales.

**Tableau 34 : Relation entre la performance en valeur de marché (Q de Tobin) et l'implication de la famille dans la gestion**

Q de Tobin	Coefficient
FamPDG	-0.09867 (0.258)
Second actionnaire	-0.28598 (0.003)***
Taille	-0.09919 (0.000)***
Dette	0.04774 (0.741)
RD	6.01266 (0.000)***
Age	-0.00308 (0.056)*
Beta	0.20136 (0.002)***
Nombre d'observations	2715
$R^2$	0.1461

La variable FamPDG indique qu'un ou des membres de la famille occupent un poste de gestion. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données ente parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

**Tableau 35 : Relation entre la performance en valeur comptable (ROA) et l'implication de la famille dans la gestion**

<b>ROA</b>	<b>Coefficient</b>
FamPDG	0.55214 (0.528)
Second actionnaire	-0.02435 (0.980)
Taille	2.40270 (0.000)***
Dette	-7.55528 (0.000)***
RD	-119.5965 (0.000)***
Age	0.01688 (0.260)
Beta	-4.56395 (0.000)***
Nombre d'observations	2757
$R^2$	0.3481

La variable FamPDG indique qu'un ou des membres de la famille occupent un poste de gestion. Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Nos résultats portant sur la performance en valeur de marché, lorsque l'entreprise familiale est définie sur la base de sa participation au capital, sont similaires à ceux de King et Santor (2008). Ces derniers concluent que les entreprises familiales canadiennes, contrôlées à un seuil de 20%, n'ont pas un meilleur rendement du marché que leurs

homologues non familiales (Q de Tobin similaire). Toutefois, nos résultats ne supportent pas ceux obtenus par Anderson et Reeb (2003) et Villalonga et Amit (2006). Aux États-Unis, Anderson et Reeb (2003) montrent que les entreprises familiales présentent une meilleure rentabilité économique et une meilleure valeur marchande que les firmes non familiales. Par ailleurs, Villalonga et Amit (2006) concluent à un meilleur Q de Tobin pour les entreprises familiales, spécifiquement lorsqu'elles sont contrôlées par la famille et dirigées par un membre de la famille.

Pour évaluer l'effet de la crise financière sur la performance des entreprises familiales, nous utilisons les régressions par les moindres carrés ordinaires (MCO) en contrôlant les effets fixes et effets aléatoires en données de panel. Deux tests permettent de valider la spécification du modèle. Le premier est le test de *Chow* qui permet de vérifier l'existence d'un effet individuel. Le second est le test d'*Hausman* qui permet de valider l'exogénéité de l'effet spécifique par rapport aux variables explicatives. Si les deux hypothèses sont rejetées, le modèle à effets fixes sera alors retenu.

En se basant sur la propriété en capital des actionnaires familiaux, les résultats ne sont pas significatifs quant à la rentabilité de l'actif économique pour les années 2009 et 2010 (effet de la crise comptable, tableau 36). Nous obtenons les mêmes résultats lorsque nous considérons l'implication managériale de la famille (tableau 37).

**Tableau 36 : Effet comptable de la crise sur la performance des entreprises familiales  
(2009 et 2010)**

ROA	Coefficient
FamPROPR* crise <sub>acc</sub>	1.29147 (0.433)
Crise <sub>acc</sub>	-0.03050 (0.946)
Taille	2.92383 (0.000)***
Dette	-11.48748 (0.000)***
RD	-115.5705 (0.000)***
Age	-0.37393 (0.004)***
Nombre d'observations	2757
R <sup>2</sup>	0.0980

La variable FamPROPR indique la participation au capital des actionnaires familiaux. Crise<sub>acc</sub> indique la période des effets comptables de la crise financière (en 2009 et 2010). Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données ente parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5% , \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

**Tableau 37 : Effet comptable de la crise sur la performance de l'entreprise gérée par la famille (2009 et 2010)**

ROA	Coefficient
FamPDG*crise <sub>acc</sub>	0.03845 (0.958)
Crise <sub>acc</sub>	-0.08039 (0.860)
Taille	2.90262 (0.000)***
Dette	-11.48324 (0.000)***
RD	-115.3529 (0.000)***
Age	-0.37469 (0.004)***
Nombre d'observations	2757
R <sup>2</sup>	0.0978

La variable FamPDG indique qu'un ou des membres de la famille occupent un poste de gestion. Crise<sub>acc</sub> indique la période des effets comptables de la crise financière (en 2009 et 2010). Séparation indique la séparation entre les droits de vote et les droits au capital. Second actionnaire indique si un second actionnaire détient 10% ou plus des actions. La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données ente parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

Lors de la crise financière du marché, de 2008 à 2010, les entreprises familiales ont eu une meilleure performance (Q de Tobin) que les entreprises non familiales (tableau 38). Il en est de même lorsque nous considérons la propriété en capital des actionnaires

familiaux (tableau 39) et lorsque la famille est également impliquée dans la gestion (tableau 40). Pour chacune des définitions, et lorsque la performance est mesurée en valeur de marché, il apparaît que ces entreprises se démarquent avantageusement au cours de la récente crise financière, de 2008 à 2010, comparativement à leurs homologues non familiales. Ces résultats sont tous significatifs.

Tel que le soutient Zhou (2012), durant la crise financière de 2008, la valeur des entreprises familiales résulte de la volatilité des titres boursiers et de la réaction excessive des investisseurs. Aussi, selon l'auteur, dans cette période les entreprises familiales ont eu moins de dépenses administratives, ont moins investi et ont eu un meilleur accès au crédit que leurs homologues non familiales. Elles ont fait le choix d'investir dans des projets moins risqués ce qui leur a permis de maximiser leurs profits.

**Tableau 38 : Effet de marché de la crise sur la performance de l'entreprise familiale  
(2008, 2009 et 2010)**

<b>Q de Tobin</b>	<b>Coefficient</b>
Famille*crise <sub>mkt</sub>	0.185593 (0.001)***
Crise <sub>mkt</sub>	-0.56456 (0.000)***
Taille	-0.33960 (0.000)***
Dette	0.65825 (0.000)***
RD	0.34061 (0.765)
Age	-0.05104 (0.000)***
Nombre d'observations	2715
$R^2$	0.1976

La variable Famille indique que l'actionnaire ultime est un individu ou un membre de la famille. Crise<sub>mkt</sub> indique la période des effets de la crise financière sur le marché (en 2008, 2009 et 2010). La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.



**Tableau 39 : Effet de marché de la crise sur la performance de l'entreprise à propriété familiale (2008, 2009 et 2010)**

<b>Q de Tobin</b>	<b>Coefficient</b>
FamPROPR*crise <sub>mkt</sub>	0.47325 (0.001)***
Crise <sub>mkt</sub>	-0.55999 (0.000)***
Taille	-0.33873 (0.000)***
Dette	0.66301 (0.000)***
RD	0.29516 (0.796)
Age	0.05043 (0.000)***
Nombre d'observations	2715
$R^2$	0.1982

La variable FamPROPR indique la participation au capital des actionnaires familiaux. Crise<sub>mkt</sub> indique la période des effets de la crise financière sur le marché (en 2008, 2009 et 2010). La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

**Tableau 40 : Effet de marché de la crise sur la performance de l'entreprise gérée par la famille (2008, 2009 et 2010)**

Q de Tobin	Coefficient
FamPDG*crise <sub>mkt</sub>	0.18109 (0.003)***
Crise <sub>mkt</sub>	-0.55619 (0.000)***
Taille	-0.34122 (0.000)***
Dette	0.65419 (0.000)***
RD	0.40691 (0.721)
Age	0.05064 (0.000)***
Nombre d'observations	2715
$R^2$	0.1971

La variable FamPDG indique qu'un ou des membres de la famille occupent un poste de gestion. Crise<sub>mkt</sub> indique la période des effets de la crise financière sur le marché (en 2008, 2009 et 2010). La Taille indique le logarithme des actifs à la fin de l'année fiscale. La Dette représente la dette à long terme sur le total des actifs. RD indique les dépenses en capital (incluant R&D) sur le total des actifs. L'Age indique le nombre d'années d'existence de l'entreprise. Beta indique le risque du marché. Les probabilités sont données entre parenthèses. \*\*\* indique un niveau de significativité au seuil de 1%, \*\* indique un niveau de significativité au seuil de 5%, \* indique un niveau de significativité au seuil de 10%.

L'ensemble de ces constats sur la performance des entreprises familiales pendant la crise nous permet de distinguer clairement les conclusions lorsque nous utilisons le Q de Tobin. Ainsi, en considérant principalement l'impact de la crise sur le marché, notre hypothèse H3 est confirmée. En valeur de marché, les entreprises contrôlées par une famille et celles qui sont aussi dirigées par une famille ont mieux performé durant la récente crise

financière de 2008. Elles auraient donc présenté plus d'attrait pour les investisseurs durant cette période. Les résultats ne sont pas significatifs lorsque la performance est mesurée en valeur comptable (ROA).

Toujours selon nos résultats relatifs au Q de Tobin, nos conclusions sur le comportement des entreprises familiales canadiennes durant la crise sont similaires aux résultats qualitatifs de l'enquête menée en 2012-2013 par *PriceWaterhouseCoopers* qui confirmait la meilleure performance des entreprises familiales canadiennes durant la crise financière de 2008. Nos résultats du Q de Tobin sont toutefois différents de ceux de Zhou (2012) et Zhou et Wang (2012) qui concluaient que ce ratio ne permettait pas de bien mesurer la performance des firmes familiales pendant la crise financière. Sur la base de la rentabilité de l'actif économique, ils concluaient toutefois que les firmes familiales, dont le fondateur occupe toujours un poste de dirigeant, s'étaient démarquées favorablement dans la crise, ayant obtenu de meilleures performances. Leurs études portent cependant sur les entreprises familiales provenant de plusieurs pays à travers le monde et visent donc des contextes institutionnels différents. En Espagne, Dessender et *al.* (2008) ont également conclu à une meilleure performance des entreprises familiales espagnoles durant la crise financière, particulièrement les entreprises où le fondateur est toujours présent. Les conclusions de Lins et *al.* (2011) diffèrent toutefois de nos propres résultats à l'effet que le contrôle familial est associé à une plus faible performance de l'entreprise à la suite du choc financier.

## CONCLUSION

La recherche empirique actuelle examine l'incidence du contrôle familial sur la performance des entreprises en utilisant un échantillon de 504 entreprises canadiennes listées sur la bourse de Toronto (TSX) sur la période allant de 2005 à 2010.

Dans un premier temps, nous avons comparé la performance des entreprises familiales canadiennes à celle des entreprises non familiales. Dans un deuxième temps, nous avons analysé l'impact de la crise financière de 2008 sur leur performance. Inspirée de l'étude de Zhou (2012), notre recherche a tenu compte de deux épisodes de crise, soit celle dont les effets sont apparus en 2008 et caractérisée par une crise du marché et celle dont les effets sont ressentis à compter de 2009 (crise comptable). Cette crise financière offre un contexte approprié d'étude de la performance des entreprises familiales comparativement à leurs homologues non familiales. Très différente des autres crises économiques et financières qui ont marqué l'histoire, la crise de 2008 a bouleversé le fonctionnement des entreprises. Survenue à la suite d'une crise des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis en 2007 et conséquemment d'un crash boursier en 2008, la crise financière s'est transformée en une récession mondiale dont les répercussions se sont fait sentir jusqu'en 2011 à plusieurs niveaux.

Nos résultats tiennent compte également de trois types de définitions d'entreprises familiales (contrôle, implication managériale, propriété). La première est basée sur les

études de La Porta et *al.* (1999), Miller et Le Breton-Miller (2006), Claessens et *al.* (2002), King et Santor (2008) et Bozec (2008) qui qualifient une entreprise à contrôle familial si plus de 20% des droits de vote sont détenus par un ou des membres de la famille. La seconde se réfère à la définition de Villalonga et Amit (2006) qui définissent les entreprises familiales comme celles dont un ou plusieurs membres de la famille détiennent plus de 20% des actions et dans laquelle ils occupent un poste de gestion. Enfin, la troisième considère la participation au capital des actionnaires familiaux ayant 20 % et plus de droits de vote.

En somme, en se basant sur la participation au capital des actionnaires familiaux, nos résultats montrent que les entreprises familiales sont moins performantes (Q de Tobin) que celles non familiales. Toutefois, les résultats ne sont pas significatifs lorsque la performance est mesurée en valeur comptable (Rentabilité de l'actif économique et Rentabilité des capitaux propres) pour la période de 2005 à 2010. En analysant spécifiquement la période de la crise financière, nous pouvons conclure que les entreprises familiales canadiennes ont présenté de meilleurs indicateurs de rendement du Q de Tobin pendant la crise financière de 2008 et ce, autant lorsque l'entreprise est contrôlée par la famille que lorsqu'elle est dirigée par la famille. Les résultats ne sont pas significatifs lorsque la performance est mesurée en valeur comptable (ROA et ROE).

Nos résultats sur la performance (Q de Tobin) des entreprises familiales indiquent que ces dernières ne présentent pas d'attrait pour les investisseurs dans un contexte

économique régulier. Ces résultats sont similaires à ceux de King et Santor (2008) qui concluent que les entreprises familiales canadiennes n'ont pas une meilleure performance en valeur de marché que leurs homologues non familiales mais qu'elles présentent toutefois une meilleure rentabilité économique. Néanmoins, nos résultats sont différents de ceux réalisés par Anderson et Reeb (2003) et Villalonga et Amit (2006) pour un échantillon d'entreprises américaines. Anderson et Reeb (2003) montrent que les entreprises familiales présentent une meilleure rentabilité économique et une meilleure valeur marchande que les firmes non familiales. Villalonga et Amit (2006) ont considéré différentes définitions de l'entreprise familiale sur la base du contrôle, de la propriété et de la gestion. Ils concluent à un meilleur Q de Tobin pour les entreprises familiales, spécifiquement lorsqu'elles sont contrôlées par la famille et dirigées par un membre de la famille.

Nos résultats, sur le comportement des entreprises familiales canadiennes durant la crise, sont similaires à ceux de l'enquête menée en 2012-2013 par *PriceWaterhouseCoopers* qui montrent une meilleure performance des entreprises familiales canadiennes durant la crise financière de 2008. Nos résultats relatifs à la performance en valeur de marché sont toutefois différents de ceux de Zhou (2012) et Zhou et Wang (2012) qui concluaient que ce ratio ne permettait pas de bien mesurer la performance des firmes familiales pendant la crise financière. Sur la base de la rentabilité de l'actif économique, ils concluaient néanmoins que les firmes familiales, dont le fondateur occupe toujours un poste de dirigeant, s'étaient démarquées favorablement dans la crise, ayant obtenu de meilleures performances. En Espagne, Dessender et *al.* (2008) ont

également conclu à une meilleure performance des entreprises familiales espagnoles durant la crise financière, particulièrement les entreprises où le fondateur est toujours présent. Les conclusions de Lins et *al.* (2011) diffèrent toutefois de nos propres résultats à l'effet que le contrôle familial est associé à une plus faible performance de l'entreprise à la suite du choc financier.

En définitive, les organisations familiales auront probablement obtenu de meilleures performances sur le marché pendant la crise en raison de quelques facteurs déterminants tels qu'ils étaient soulevés dans les enquêtes de *PriceWaterhouseCoopers* sur les entreprises familiales, réalisées en 2010 et 2012. En effet, les firmes familiales auraient affronté la crise avec plus d'assurance principalement grâce à leurs efforts afin de préserver leurs relations à long terme, avec leurs employés, leurs clients et leurs fournisseurs. Leur vision à long terme, basée sur la stabilité du passé, leur confère une assurance dans l'avenir. Ainsi, les entreprises familiales ayant une implication plus active de la famille et dont la performance est axée sur des horizons d'investissement à plus long terme présentent plus d'attrait pour les investisseurs pendant la crise. En plus d'avoir une structure plus efficace, les firmes familiales dont le propriétaire agit comme chef exécutif ou président-directeur général, cherchent à maximiser la valeur de la firme à long terme ainsi que sa performance financière (Anderson et Reeb, 2003). La présence d'actionnaires familiaux permet donc de rassurer les investisseurs en période de turbulence financière.

Bien que notre recherche apporte des éclairages intéressants sur la performance des entreprises familiales canadiennes, les résultats sont à prendre avec précaution puisque dans certains cas, nous n'avons pu remonter la chaîne de participation faute d'informations dans les différents rapports de gestion et circulaires de direction des entreprises. Dans une future recherche, il serait souhaitable de parfaire les informations liées à la propriété. Aussi, bien que nos données incluent des informations spécifiques sur les entreprises québécoises quant à la propriété et à la juridiction légale, nous n'avons pas testé leur performance à cet effet puisque cette information ne constituait pas le motif principal de notre étude. Dans une recherche future, il serait intéressant de s'attarder particulièrement à la performance financière des entreprises familiales québécoises qui sont régies par un cadre légal (droit civil) différent du reste du Canada (droit commun).



## BIBLIOGRAPHIE

Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S. et McNamara, R. (2012), «Performance of family firms during the global financial crisis: Does governance matters?», *Social Science Research Network*, pp. 1-24.

Anderson, R.C. et Reeb, D.M. (2002), «Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage», *Journal of Law and Economics*, Vol. 46, pp. 653-84.

Anderson, R.C. et Reeb, D.M. (2003), «Founding-family ownership and firm performance : evidence from the S&P 500», *The Journal of Finance*, Vol. 58 No. 3, pp. 1301-28.

Anderson, R.C., Mansi, S.A. et Reeb, D.M. (2003), «Founding-family ownership and the agency cost of debt», *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 263-85.

André, P. et Ben-Amar, W. (2008), «Family ownership, agency problems, corporate governance and acquiring fir shareholder wealth : evidence from acquisitions of new economy firms», *Social Science Research Network*, pp. 1-47.

André, P. et Schiehl, E. (2004), «Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 No. 2, pp. 165-93.

Andres, C. (2008), «Large shareholders and firm performance - an empirical examination of founding-family ownership», *Journal of Corporate Finance* Vol. 14, pp. 431-45.

Attig, N. et Gadhoum, Y. (2003), «The governance of Canadian traded firms : an analysis of the ultimate ownership structure», *Social Science Research Network*, pp. 1-48.

Attig, N. et Gadhoun, Y. (2004), «Law regime and cultural heritage as determinants of ownership : demystifying the puzzling Canadian ownership concentration», *ASAC*, pp. 1-20.

Ben-Amar, W. et André, P. (2006), «Separation of ownership from control and acquiring performance : The case of family ownership in Canada», *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33 No. 3-4, pp. 517-43.

Berle, A. et Means G.C. (1932), *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick (U.S.A) and London (U.K).

Bouzgarrou, H. et Navatte, P. (2013), «Ownership structure and acquirers performance: Family vs non-family firms», *International Review of Financial Analysis*, Vol. 27, pp. 123-34.

Bozec, Y. (2008), «Concentration de l'actionnariat, séparation des droits de vote et des droits de propriété et gestion des bénéficiaires : Une étude empirique canadienne», *Chaire en droit des affaires et du commerce international de l'Université de Montréal*, Document de travail, pp. 1-28.

Bozec, Y. et Laurin, C. (2004), «Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 No. 2, pp. 123-64.

Bozec, Y., Rousseau, S. et Laurin, C. (2006), «L'incidence de l'environnement juridique sur la structure de propriété des sociétés canadiennes cotées : la théorie juridico-financière revisitée», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 No. 2, pp. 123-64.

Bozec, Y., Laurin, C. et Meier I. (2009), «The relation between excess control and cost of capital under different law regimes», *International Journal of Corporate Governance*, pp. 1-34.

Bozec, Y. et Bozec, R. (2010), «Overall governance and cost of capital : evidence from Canada using panel data», *The Journal of Global Business Management*, pp. 1-11.

Bricongne, J-C., Fournier, J-M., Lapègue, V. et Monso, O. (2011), «De la crise financière à la crise économique: L'impact des perturbations financières de 2007 et 2008 sur la croissance de sept pays industrialisés», *Institut National de la Statistique et des Études économiques*, Document de travail, pp. 1-40.

Burkart, M., Panunzi, F., Smith, I. et Shleifer, A. (2003), «Family firms», *Journal of Finance*, Vol. 58 No. 3, pp. 2167-2202.

Carlock, R.S. (2009), «Why the best family business plan», *Wendel International Centre for Family Enterprise*, Document de travail, pp. 1-24.

Chua, J.H., Chrisman, J.J. et Sharma, P. (1999), «Defining the business family by behavior», *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 23 No. 4, pp. 19-39.

Chrisman, J.J., Chua, J.H. et Reginald, A.L. (2004), «Comparing the agency costs of family and non-family firms : conceptual issues and exploratory evidence», *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 24 No. 4, pp. 335-54.

Christopoulos, A.G., Mylonakis, J. et Koromilas, C. (2011), «Measuring the impact of financial crisis on international markets: an application of the Financial Stress Index», *Review of European Studies*, Vol. 3 No. 1, pp. 22-34.

Claessens, S., Djankov, S. et Lang, L.H.P. (2000), «Separation of ownership and control in East Asian corporations», *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. et Lang, L.H.P. (2002), «Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding», *The Journal of Finance*, Vol. 57 No. 6, p. 2741-71.

Collins, L. et O'Regan, N. (2011), «Editorial : The evolving field of family business», *Journal of Family Business Management*, Vol. 1 No. 1, pp. 5-13.

Colot, O., Dupont, C. Giuliano, R. (2011), «Evolution du personnel et crise financière: le cas des entreprises familiales», *Documents d'économie et de gestion - Université de Mons*, pp. 2-29.

Cronqvist, H. et Nilsson, M. (2003), «Agency costs of controlling minority shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 695-719.

Canada's economic action plan (2010), « Canada's global economic leadership: A report to Canadians», [www.actionplan.gc.ca](http://www.actionplan.gc.ca).

Cyprus News Report (2012), «How are family business surviving economic crisis?», [www.cyprusnewsreport.com](http://www.cyprusnewsreport.com).

Daniels, R. et Iacobucci, E.M. (2000), «Some of the causes and consequences of corporate ownership concentration in Canada», *Concentrated Corporate Ownership*, pp. 81-103.

Daniels, R. et Halpern, P. (1995), «Too close for comfort: the role of the closely held public corporation in the Canadian economy and the implications for public policy», *Canadian Business Law Journal*, Vol. 26, pp. 11-62.

Demsez, H. (1983), «The structure of ownership and the theory of the firm», *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, p. 375-90.

Demstez, H. et Lehn, K. (1985), «The structure of corporate ownership : Causes et consequences», *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6, pp. 1155-77.

Demstez, H. et Villalonga, B. (2001), «Ownership structure and corporate performance», *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, pp. 209-33.

Dessender, K.A., Cestona, M.A.G. et Cladera, R.C. (2008), «Stock price performance and ownership structure during periods of stock market crisis: the Spanish case», *Universitat Autonomat de Barcelona*, pp. 1-26.

Di Vito, J. et Laurin, C. (2010), «Corporate ownership, R&D investment and performance of Canadian firms», *Journal of Global Business Management*, Vol. 6 No. 1, pp. 47-58.

Dyer, W.G. Jr (2006), «Examining the family effect on firm performance», *Family Business Review*, Vol. 19 No. 4, pp. 253-73.

Estevão, M. et Tsounta, E. (2010), «Canada's potential productivity and output growth: a post crisis assesment», *International Productivity Monitor*, No. 20, pp. 3-21.

Faccio, M., Lang, L.H.P. et Young, L. (2001), «Dividends and expropriation», *American Economic Review*, Vol. 91, p. 54-78.

Faccio, M. et Lang, L.H.P. (2002), «The ultimate ownership of Western European Corporations», *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, p. 365-95.

Fama, E.F. et Jensen, M.C. (1983), «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-25.

Gadhoul, Y. (2006), «Power of ultimate controlling owners: a survey of Canadian landscape», *Journal of Management Governance*, Vol. 10, pp. 179-204.

Geoffroy, A-C. et Dumont, L. (2009), «La revanche de l'entreprise familiale», *Liaisons sociales magazine*, Avril, pp. 14-20.

Guellec, D. et Wunsch-Vincent, S. (2009), «Policy responses to the economic crisis: Investing in innovation for long-term growth», *OECD Digital Economy Papers*, No. 159, pp. 1-37.

Hamadi, M. (2010), «Ownership concentration, family control and performance of firms», *European Management Review*, Vol. 7, pp. 116-31.

James, H. (1999), «Owner as manager, extended horizons and the family firm», *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 6, p.p. 41-56.

Jensen, M.C. et Meckling, W.H. (1976), «Theory of firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-60.

Jiang, Y. et Peng, M.W. (2011), «Are family ownership and control in large firms good, bad or irrelevant?», *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 28, pp. 15-39.

Jiraporn, P. et DaDalt, P.J. (2009), «Does founding family control affect earnings management? », *Applied Economics Letters*, Vol. 16, pp. 113-19.

Kiff, J., Mennill, S. et Paulin, G. (2010), «How the Canadian housing finance system performed through the credit crisis: lessons for other markets», *Journal of Structured Finance*, Vol. 16 No. 3, pp. 44-64.

King, M.R. et Santor, E. (2008), «Family values : Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms», *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, pp. 2423-32.

Klein, P., Shapiro, D. et Young, J. (2005), «Corporate Governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence», *Corporate Governance A International Review*, Vol. 13 No. 6, pp. 769-84.

Kuppuswamy, V. et Villalonga, B. (2010), «Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from 2008-2009 financial crisis», *Social Science Research Network*, pp.1-59.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., et Shleifer, A. (1999), «Corporate ownership around the world», *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471-517.

Lee, J.T. (2004), «Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens», *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 7 No. 4, pp. 143-66.

Lee, J. (2004), «The effects of family ownership and management on firm performance», *S.A.M. Advanced Management Journal*, Vol. 69 No. 4, pp. 46-53.

Lee, J. (2006), «Family firm performance : Further evidence», *Family Business Review*, Vol. 19 No. 2, pp. 103-14.

Le Breton-Miller, I. et Miller, D. (2009), «Agency vs stewardship in public family firms : a social embeddedness reconciliation», *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 33 No. 6, pp. 1169-91.

Lemmon, L.L. et Lins, K.V. (2003), «Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis», *The journal of finance*, Vol. 58 No. 4, pp. 1445-68.

Lins, K.V., Volpin, P. Et Wagner, H.F. (2011), «The value of controlling blockholders during the global financial crisis», *Social Science Research Network*, pp. 1-39.

Maury, B. (2005), «Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations», *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 No. 2, pp. 321-41.

Miller, D. et Le Breton-Miller, I. (2006), «Family governance and firm performance : Agency, stewardship, and capabilities», *Family Business Review*, Vol. 19 No. 1, pp. 73-87.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, H.R. et Canella Jr, A.A. (2007), «Are family firms really superior performers», *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, pp. 829-58.

Miller, D., Le Breton-Miller, I. et Lester, H.R. (2010), «Family and lone founder ownership and strategic behaviour : social context, identity and institutional logics», *Journal of Management Studies*, Vol. 48 No. 1, pp. 1-25.

Morck, K.R., Stangeland, D.A. et Yeung, B. (1999), «Inherited Wealth, corporate control and economic growth : The Canadian disease?», *Concentrated Corporate Ownership*, Randy Morck, NBER, pp. 319-69.



Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R.W. (1989), «Alternative mechanisms for corporate control», *The American Economic Review*, Vol. 79 No. 4, pp. 842-52.

Niu, F.F. (2006), «Corporate governance and the quality of accounting earnings: a Canadian perspective», *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 2 No. 4, pp. 302-27.

Oxford Analytica Daily Brief Service (2011), «Canada: Despite challenges, economy outlook is strong».

Pérez-Gonzalez, F. (2006), «Inherited control and firm performance», *American Economic Review*, Vol. 96, pp. 1559-88.

PricewaterhouseCoopers (2011), «Regards sur l'entrepreneuriat familial 2010-2011», *Enquête sur les entreprises familiales en Belgique*.

PricewaterhouseCoopers (2011), «Making the next move», *Global Family Business Survey 2010-2011: Canadian supplement*.

PricewaterhouseCoopers (2012), «Creating a lasting legacy», *Global Family Business Survey 2012-2013: Canadian supplement*.

Print, C.F. et Reynolds, J. (2011), «Family-controlled business and shareholder value», *Journal of Family Business Management*, Vol. 1 No. 1, pp. 47-64.

Sharma, P. (2004), «An overview of the field of family business studies : current status and directions for the future», *Family Business Review*, Vol. 17 No. 1, pp.1-36.

Shleifer, A. et Vishny, R.W. (1986), «Large shareholders and corporate control», *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-88.

Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1997), «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-83.

Silva, F. et Majiluf, N. (2008), «Does family ownership shape performance outcomes?», *Journal of Business Research*, Vol. 61, pp. 609-14.

Shim, J. et Okamuro, H. (2011), «Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms», *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, pp. 193-203.

Valsan, C. (2010), «2007: A Canadian corporate ownership survey», *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 7, pp. 285-306.

Villalonga, B. et Amit, R. (2006), «How does family ownership, control, and management affect firm value?», *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, pp. 385-417.

Wang, Y. Et Zhou, H. (2012), «Are family firms better performers during financial crisis?», *Social Science Research Network*, , pp.1-58.

Zachary, K.R. (2011), «The importance of the family system in family business», *Journal of Family Business*, Vol. 1 No. 1, pp.25-36.

Zhou, H. (2012), «Are family firms better performers during financial crisis?», *Social Science Research Network*, , pp.1-46.