

NATHALIE MOURGUES

La bourse française tient-elle compte de la répartition du capital des entreprises ?

Journal de la société statistique de Paris, tome 129, n° 3 (1988), p. 160-169

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1988__129_3_160_0

© Société de statistique de Paris, 1988, tous droits réservés.

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

NUMDAM

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

LA BOURSE FRANÇAISE TIENT-ELLE COMPTE DE LA RÉPARTITION DU CAPITAL DES ENTREPRISES? ¹

Nathalie MOURGUES

*maître de conférences à l'Université d'Orléans,
Institut orléanais de finance*

Le présent article s'inscrit dans la problématique développée par la théorie contractuelle des organisations et la théorie de l'agence. Son objet est d'analyser le coefficient de capitalisation des résultats (PER) des entreprises cotées sur le marché français selon le mode d'organisation des fonctions entrepreneuriales. Il montre que le PER est influencé par le mode d'organisation à travers les liaisons qui existent entre ce dernier et les variables taille, endettement et distribution de dividendes.

The object of this paper is to study the relationship between organizational forms and the price earning ratio (PER). An analysis of 200 firms quoted on the Paris stock-exchange shows that the PER is different according to the organizational forms because the latter are linked firstly to size and secondly to debt and dividend policies.

Mots-clefs :

Théorie contractuelle des organisations — Coûts d'agence — Coefficient de capitalisation des résultats (PER).

L'auteur exprime sa gratitude à G. Gallais-Hamonno pour ses conseils. Sa reconnaissance va aussi à G. Colletaz pour ses observations dans les traitements statistiques, ainsi qu'à M. Le Guen qui a réalisé les traitements informatiques. Il va de soi que l'auteur reste seul responsable des lacunes ou erreurs qui demeureront dans le texte.

INTRODUCTION

Le présent article s'inscrit dans la problématique développée par la théorie contractuelle des organisations et la théorie de l'agence. Son objet est d'analyser le coefficient de capitalisation des résultats des entreprises cotées sur le marché français selon le mode d'organisation des fonctions entrepreneuriales.

Lorsqu'on observe les sociétés cotées en bourse et que l'on considère leurs arrangements contractuels des fonctions entrepreneuriales — fonctions de prise de risque, de décision et de contrôle (E.F. Fama et M.C. Jensen, 1980 et 1983) — il apparaît que l'on peut différencier trois groupes d'entreprises : les entreprises avec contrôle interne, les entreprises dont l'actionnariat est diffus et les entreprises sous contrôle d'une autre société.

Le premier groupe, les entreprises avec contrôle interne, correspond aux sociétés pour lesquelles

1. Communication présentée devant les Sociétés de statistique le 24 février 1988.
Journal de la Société de statistique de Paris, tome 129, n° 3, 1988.

il n'y a pas de réelle séparation, ou bien une séparation limitée, de la fonction de dirigeant par rapport à la qualité de propriétaire du capital. Ce mode d'organisation implique une relation d'agence, mais cette dernière est seulement partielle : elle n'existe qu'entre le principal actionnaire qui est aussi dirigeant et les actionnaires externes. On peut considérer que subsiste dans ces entreprises un contrôle interne mis en œuvre par l'actionnaire-dirigeant pour améliorer les résultats de l'entreprise ¹.

Le groupe deux, les entreprises avec actionnariat diffus, rassemble les entreprises dont les dirigeants ne détiennent pas une part significative du capital, ce dernier étant, par ailleurs, dilué entre un nombre élevé d'actionnaires. L'entreprise est alors dirigée à partir d'une relation d'agence que l'on peut qualifier de forte. La stricte séparation entre propriété et décision induit alors une stricte séparation entre décision et contrôle; ce dernier impliquant notamment un conseil d'administration autonome et puissant.

Le troisième groupe ², les entreprises sous contrôle d'une autre société, correspond aux entreprises dont le capital est détenu pour une part importante par une autre société. Dans cette troisième situation il faut considérer qu'il y a séparation entre propriété et décision : les dirigeants ne détiennent pas le capital de la société qu'ils dirigent; ils sont mandatés par l'actionnaire; il existe une relation d'agence forte. Cela dit, les entreprises sous contrôle d'une autre société ont généralement un capital très concentré. Aussi on peut penser que la société actionnaire pour une part importante a intérêt à exercer un suivi régulier de la direction de l'entreprise.

On peut résumer le mode d'organisation de chacun des trois groupes par le tableau suivant :

Groupes*	Relation d'agence	Contrôle
Groupe 1	partielle	interne + externe
Groupe 2	forte	externe
Groupe 3	forte	externe + hypothèse d'un contrôle direct de l'actionnaire principal

* Groupe 1 : entreprises avec contrôle interne.
 Groupe 2 : entreprises dont l'actionnariat est diffus.
 Groupe 3 : entreprises sous contrôle d'une autre société.

Ainsi, ces trois modes d'organisation se caractérisent, d'abord, par l'intensité de la relation d'agence et, éventuellement, de manière induite, par le poids des coûts d'agence correspondants. Une recherche récente (N. Mourgues, 1987), menée à partir d'un échantillon de près de deux cents entreprises, tend à démontrer, qu'effectivement, la rentabilité économique des entreprises est influencée par le mode d'organisation : les entreprises avec contrôle interne présentent, toutes choses égales par ailleurs, un taux de rentabilité d'exploitation supérieur de 3 à 4 points par rapport aux deux autres groupes d'entreprises.

Les modes d'organisation se caractérisent, ensuite, par l'importance relative des contrôles directs (interne si le contrôle est exercé par les dirigeants-actionnaires ou externe s'il est délégué au conseil d'administration) qui existent en sus du contrôle par les marchés (E.F. Fama et M.C. Jensen, 1983). Un auteur (G. Charreaux, 1985), dans une recherche sur l'importance relative du conseil d'administration démontre que le rôle du conseil est d'autant plus important qu'il existe une relation d'agence forte entre actionnaires et dirigeants ³.

1. L'existence de ce contrôle interne n'exclut pas que l'actionnaire-dirigeant, qui ne bénéficie plus que d'une partie des résultats obtenus, puisse accroître sa consommation à l'intérieur de l'entreprise.

2. Non explicitement prévu par la théorie contractuelle des organisations.

3. Nous avons obtenu un résultat similaire sur un échantillon plus large, mais la vérification est beaucoup moins approfondie en raison, notamment, du nombre sensiblement plus faible d'indicateurs utilisés (N. Mourgues, 1987).

Considérant, donc, la spécificité des trois modes d'organisation, des deux points de vue liés de la relation d'agence et de l'agencement du contrôle, on peut se demander si le marché financier prend en considération cette variable « mode d'organisation des fonctions entrepreneuriales » pour évaluer les entreprises. C'est précisément là l'objet de cette recherche. Deux questions essentielles se posent : premièrement, existe-t-il une relation entre le coefficient de capitalisation des résultats des entreprises et leur mode d'organisation? et, deuxièmement, quelle est la nature de cette éventuelle relation?

Cette étude est organisée de la manière suivante : la section un décrit les caractéristiques de l'échantillon; la section deux présente les résultats du test de comparaison du PER selon les groupes; la section trois est consacrée à la présentation du modèle développé pour analyser le PER; la section quatre retrace les résultats du modèle et de l'hypothèse testée; enfin une cinquième, et dernière, section énonce les principales conclusions.

1. *Les caractéristiques de l'échantillon*

L'information utilisée a été recueillie sur la base de la banque de données SEF de la DAFSA et de sources écrites de données financières. L'échantillon global définitivement retenu comprend cent quatre-vingt-dix-neuf entreprises privées cotées en bourse. Il se veut représentatif par rapport aux secteurs d'activité. Seules les entreprises ayant une activité à caractère industriel et commercial ont été retenues. Sont, donc, exclues les sociétés financières (assurances, crédit, Sicomi, sociétés de portefeuille ou encore SDR). Tous les secteurs industriels sont représentés, au total sept secteurs : produits de base, construction, biens d'équipement, biens de consommation durables, biens de consommation non durables, biens de consommation alimentaires et services¹.

Le regroupement des entreprises dans l'un des trois groupes a été réalisé en considérant la part de capital détenue par le ou les deux premiers actionnaires.

Par ailleurs, deux définitions des groupes, l'une extensive, l'autre restreinte, ont été retenues : ces deux définitions se différencient par les pourcentages relatifs à la part de capital détenu.

Définition extensive des groupes :

Le groupe un, sociétés avec contrôle interne, correspond aux entreprises dont le dirigeant détient plus de 20 % des actions. Ce pourcentage, nous a-t-il semblé, représente un niveau minimum pour que le dirigeant actionnaire se considère fortement impliqué par le résultat net de l'activité de l'entreprise en tant que bénéficiaire, pour partie, de ce dernier. Le groupe est constitué de cinquante-quatre entreprises. Le pourcentage moyen, sur les cinquante-quatre entreprises, du capital détenu par le dirigeant, s'établit à 52 %, avec une répartition approximativement pour moitié en deçà de ce pourcentage moyen et pour l'autre moitié au-dessus.

Le deuxième groupe a été constitué pour l'essentiel d'entreprises dont aucun actionnaire ne détient plus de 10 % du capital (près de 70 % des entreprises qui forment le groupe). Ont, par ailleurs, été assimilées à ce groupe quelques entreprises présentant encore quelques traits d'entreprises familiales mais dont le pourcentage de capital détenu par la famille dirigeante (moins de 20 %) nous a paru trop réduit pour pouvoir les assimiler aux entreprises avec contrôle interne. Sont, aussi, rattachées au deuxième groupe les sociétés dont les deux premiers actionnaires ne détiennent pas plus de 20 % du capital. Ces différentes entreprises nous ont paru avoir dans leur mode d'organisation les deux caractéristiques fondamentales des sociétés types dites sociétés ouvertes : des coûts d'agence importants impliquant un contrôle fort et autonome, d'une part, et, d'autre part, un partage effectif de la prise de risque. Au total le groupe deux est constitué de quarante entreprises.

Le troisième groupe est formé des entreprises dont au moins 20 % du capital se trouve détenu par une autre société. Le pourcentage peut s'élever jusqu'à 99 % du capital. Cent cinq entreprises de l'échantillon appartiennent à ce groupe. En moyenne, sur les cent cinq entreprises, le premier

1. Pour une présentation plus précise de l'échantillon voir notre article déjà cité.

actionnaire sociétaire détient 59 % du capital. Autour de ce pourcentage moyen les cent cinq entreprises se répartissent de manière à peu près égale entre celles dont le pourcentage est compris entre 20 et 59 % et celles dont la part varie entre 59 % et 99 %.

En définitive, les cent-quatre-vingt-dix neuf entreprises de l'échantillon se répartissent dans les trois groupes de la manière suivante : premier groupe : 27 %, deuxième : 20 % et troisième groupe : 53 %.

Définition restreinte des groupes :

La définition restreinte correspond à une redéfinition des pourcentages relatifs à la répartition du capital.

Le groupe un ne comprend que des entreprises dont l'actionnaire-dirigeant détient plus de 50 % du capital. Le groupe deux représente les entreprises dont aucun actionnaire ne détient plus de 10 %. Le groupe trois est constitué d'entreprises dont plus de 50 % du capital est détenu par une autre société.

Après redéfinition des groupes le nombre d'entreprises est ramené à cent quatre.

2. Analyse comparée des coefficients moyens de capitalisation

Un test de comparaison des niveaux moyens de la variable PER a été réalisé sur trois ensembles de données.

La première analyse porte sur la totalité des entreprises de l'échantillon; elle correspond à la définition extensive des groupes. La deuxième analyse s'appuie sur la même définition des groupes par rapport à la première, mais elle se distingue de celle-ci par les observations qui ont été retenues : le test a été effectué après avoir borné la variable par groupe, en raison de valeurs extrêmes de part et d'autre des valeurs centrales particulièrement fortes. Dans cette seconde analyse, ont, donc, été prises en compte les observations comprises dans l'intervalle défini en prenant deux fois l'estimation de l'écart-type de part et d'autre de la valeur moyenne. Le nombre d'observations supprimées s'élève à 4,5 %, dont 3 % dans le groupe trois, 1 % pour le groupe un et 0,5 % pour le groupe deux. La troisième analyse correspond à l'ensemble des entreprises appartenant aux trois groupes selon la définition restreinte de ces derniers. Les résultats de l'analyse de la variance, avec test de Waller et Duncan, sont retracés dans le tableau 1.

Ces résultats appellent trois commentaires.

En premier lieu, on observe que le bornage par groupe modifie sensiblement les valeurs moyennes du PER pour les groupes un et trois : ces valeurs moyennes passent de 8,58 à 10,35 pour les entreprises avec contrôle interne et de 10,54 à 8,66 pour les entreprises sous contrôle d'une autre société. En revanche, la valeur moyenne du PER reste inchangée après bornage pour les entreprises dont l'actionnariat est diffus. Ce sont, en effet, les entreprises appartenant au groupe un ou trois qui ont des valeurs pour la variable PER particulièrement atypiques (soit très faibles, soit, à l'inverse, très élevées).

En second lieu, quelle que soit la définition des groupes que l'on retienne, les entreprises avec dilution du capital paraissent avoir en moyenne un PER plus élevé par rapport aux entreprises sous contrôle d'une autre société : l'écart calculé est voisin de +4 points; il est statistiquement significatif d'une différence entre les deux groupes.

En troisième lieu, le résultat obtenu pour le groupe un, entreprises avec contrôle interne, varie selon la définition, extensive ou restreinte, des groupes. Avec la définition extensive, les entreprises avec contrôle interne qui ont un PER de 10,35, se situent à un niveau intermédiaire par rapport aux deux autres groupes, ce qui ne permet pas de les distinguer de ces deux autres types d'entreprises. Lorsqu'on retient une définition restrictive, le résultat du test est plus tranché : les entreprises avec

TABLEAU 1
Analyse de la variance du PER

PER estimé :	Groupe (1)	Valeurs moyennes	Écart-type	C.V. (2)	Résultat de l'analyse de la variance (3)	
1. Totalité des entreprises de l'échantillon et des observations	Groupe 3	10,54	24,85	2,36	—	A
	Groupe 1	8,58	24,01	2,80	-1,96	A
	Groupe 2	12,76	12,39	0,97	+2,22	A
					F = (1,08)	
2. Après bornage, par groupe, à 2 S.E. de part et d'autre de la moyenne (95,5 % des observations)	Groupe 3	8,66	12,0	1,39	—	A
	Groupe 1	10,35	10,9	1,05	+1,69	A - B
	Groupe 2	12,70	9,8	0,77	+4,04	B
					F = (5,22)*	
3. Avec définition stricte des groupes (4)	Groupe 3'	8,53	11,09	1,30	—	A
	Groupe 1'	7,63	10,71	1,40	-0,90	A
	Groupe 2'	12,70	9,96	0,78	+4,15	B
					F = (4,37)*	

(1) Groupe 1 : entreprises avec contrôle interne.

Groupe 2 : entreprises dont l'actionnariat est diffus.

Groupe 3 : entreprises sous contrôle d'une autre société.

(2) Coefficient de variation.

(3) * = F est significatif d'une différence avec la probabilité de 5 %.

Les groupes ayant des lettres différentes sont statistiquement différents.

(4) En maintenant le même bornage qu'en « 2 ».

contrôle interne ont, alors, en moyenne un PER sensiblement plus faible que les entreprises dont l'actionnariat est diffus (l'écart est de -5 points, il est statistiquement significatif d'une différence), tandis qu'elles apparaissent proches des entreprises du groupe trois.

Ces résultats amènent à se poser deux questions :

— Toutes choses égales par ailleurs, le marché utilise-t-il des coefficients de capitalisation différents selon le mode d'organisation ?

— Peut-on expliquer les différences que l'on observe dans le PER selon les groupes ?

Afin de répondre à ces questions un modèle d'analyse du PER a été élaboré ; nous allons l'examiner, avant d'envisager l'hypothèse testée et les résultats correspondants.

3. Le modèle d'analyse

Le modèle de base pour analyser le PER comprend trois variables explicatives : le ratio de structure du capital, le taux de distribution de dividendes et la taille de l'entreprise.

Le ratio de structure du capital exprime la politique d'endettement et, à travers elle, le risque financier de l'entreprise. Dans l'optique néo-classique, l'accroissement du risque financier devrait induire une réduction du PER. Il devrait donc en résulter une liaison négative entre le PER et la variable d'endettement. Dans l'optique de la théorie de l'agence, la liaison a priori est moins explicite. Selon certains auteurs (Jensen et Meckling, 1976 ; et Grossman et Hart, 1980), l'endettement peut avoir un pouvoir d'incitation à la performance, notamment lorsque l'entreprise est organisée autour d'une relation d'agence actionnaires-dirigeants : le recours à l'endettement permettant de résoudre partiellement le conflit entre actionnaires et dirigeants. Selon ces auteurs, l'endettement aurait pour effet de faire croître la valeur de l'entreprise : en émettant de la dette, le dirigeant traduit ses intentions de rendre sa gestion conforme aux intérêts des actionnaires. Toutes choses égales par ailleurs, un plus grand endettement, s'il est le gage d'une amélioration de la gestion du dirigeant, devrait se traduire par un coefficient de capitalisation plus élevé.

Le taux de distribution de dividendes est la deuxième variable retenue pour expliquer le PER. L'introduction de cette variable prend appui, d'abord, dans la lignée de la théorie néo-classique, sur la thèse de la non-neutralité de la politique des dividendes pour le coefficient de capitalisation. Elle s'inspire, ensuite, des modèles, tel que celui de Bhattacharia (1979), qui font des dividendes une variable de signalisation entre les bonnes et les moins bonnes entreprises dans un marché où il existe une asymétrie d'information entre demandeurs de capitaux et investisseurs.

La taille de l'entreprise est le troisième facteur explicatif retenu. Cette variable est utilisée pour exprimer le degré de diversification des actifs de l'entreprise et, en définitive, son risque d'exploitation : les entreprises de plus grande taille pouvant avoir une plus grande diversification de leurs activités apparaissent généralement moins risquées, tandis que la moindre diversification des actifs d'une plus petite unité induit un plus grand risque d'activité. Dans la mesure où l'échantillon est représentatif par rapport aux différents secteurs, la taille de l'entreprise apparaît comme une variable complémentaire à l'appartenance sectorielle des entreprises pour rendre compte du risque économique et évaluer le rôle de ce dernier sur le coefficient de capitalisation des résultats.

En définitive, le modèle de base retenu est le suivant :

$$PER = \alpha + \beta SCVB + \gamma DITR + \theta LTA$$

avec :

PER = "Price Earning Ratio" ou Coefficient de Capitalisation des Résultats, années 1982-83 et 1984.

SCVB = ratio d'endettement : « Dettes Financières/Valeur Boursière des capitaux propres + dettes », 1982, 1983, 1984.

DITR = taux de distribution de dividendes : « Dividendes/Total à répartir », de 1982 à 1984.

LTA = taille de l'entreprise mesurée par la variable capital économique, années 1982 à 1984.

4. Hypothèse testée et résultats

L'hypothèse testée est la suivante : est-ce qu'à tailles égales et politiques financières (endettement et dividendes) identiques, le PER des entreprises diffère selon le mode d'organisation? ou bien est-ce que le PER des entreprises diffère selon le mode d'organisation, en raison des particularités des groupes quant à leur taille et/ou leur politique d'endettement et de dividendes?

Soit :

— Le modèle contraint :

$$PER = \alpha_0 + \beta_0 SCVB + \gamma_0 DITR + \theta_0 LTA$$

sur l'ensemble des entreprises quel que soit leur groupe.

— Le modèle non contraint :

- $$\left\{ \begin{array}{l} \bullet PER = \alpha_1 + \beta_1 SCVB + \gamma_1 DITR + \theta_1 LTA \\ \quad \text{sur les entreprises appartenant au groupe 1.} \\ \bullet PER = \alpha_2 + \beta_2 SCVB + \gamma_2 DITR + \theta_2 LTA \\ \quad \text{sur les entreprises appartenant au groupe 2.} \\ \bullet PER = \alpha_3 + \beta_3 SCVB + \gamma_3 DITR + \theta_3 LTA \\ \quad \text{sur les entreprises appartenant au groupe 3.} \end{array} \right.$$

L'hypothèse testée est :

$$H_0 : \left. \begin{array}{l} \alpha_i = \alpha_0 \\ \text{et } \beta_i = \beta_0 \\ \text{et } \gamma_i = \gamma_0 \\ \text{et } \theta_i = \theta_0 \end{array} \right\} \forall_i \quad i = 1, 2, 3$$

Les résultats d'ajustement sont retracés dans les tableaux 2 et 3 : le tableau 2 correspond aux résultats du modèle non contraint et le tableau 3 au modèle contraint; ce dernier donne par ailleurs la valeur de F correspondant à l'hypothèse testée.

On remarquera que les résultats obtenus à partir de la définition restreinte des groupes ne sont pas sensiblement différents.

TABLEAU 2

Résultat du modèle non contraint
(définition extensive des groupes)

VARIABLES	GROUPE 1	
	Coefficients	t-Statistiques
— Constante	— 6,84	(— 0,95)
— Endettement	— 11,65	(— 3,37)*
— Politique de dividendes	13,46	(3,59)*
— Taille	1,53	(2,72)*
F — R ²	21,44 — 0,34	
N ₁	131	
(SCR ₁)	(9805)	
VARIABLES	GROUPE 2	
	Coefficients	t-Statistiques
— Constante	— 8,08	(— 1,09)
— Endettement	— 12,49	(— 4,12)*
— Politique de dividendes	10,72	(3,60)*
— Taille	1,74	(3,42)*
F — R ²	28,63 — 0,45	
N ₁	109	
(SCR ₂)	(5590)	
VARIABLES	GROUPE 3	
	Coefficients	t-Statistiques
— Constante	1,02	(0,15)
— Endettement	— 7,85	(— 3,18)*
— Politique de dividendes	19,61	(7,02)*
— Taille	0,56	(1,09)
F — R ²	31,86 — 0,26	
N ₁	273	
(SCR ₃)	(26606)	

* Valeur significative au seuil de 5 %.
SCR : Somme des Carrés des Résidus.

TABLEAU 3

Résultat du modèle contraint
(définition extensive des groupes)

VARIABLES	Coefficients	t-Statistiques
— Constante	— 4,09	(— 1,01)
— Endettement	— 10,55	(— 6,41)*
— Politique de dividendes	15,80	(8,53)*
— Taille	1,19	(3,92)*
F	77,12	
R ²	0,31	
N	513	
(SCR ₁)	(42771)	

* Variable significative au seuil de 1 %.
SCR : Somme des Carrés des Résidus.

$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 \text{ et } \dots \text{ et } \theta_1 = \theta_2 = \theta_3$$

$$F = \frac{\{SCR_c - [SCR_1 + SCR_2 + SCR_3]\} / d_1}{[SCR_1 + SCR_2 + SCR_3] / d_2}$$

$$F = 1,15$$

La valeur de F correspondant au test d'hypothèse de l'égalité des coefficients d'ajustement entre les groupes est de 1,15. Cette valeur permet d'accepter l'hypothèse : il n'existe pas statistiquement de différence selon les groupes dans la formation du PER par rapport aux trois facteurs explicatifs retenus; il n'existe pas non plus, statistiquement, des écarts entre les groupes dans la constante d'ajustement.

Les résultats d'ajustement du modèle contraint retracés dans le tableau 3 montrent que la valeur de R² est de 0,31 et la valeur de F de 77,12. Tous les coefficients des variables sont statistiquement significatifs avec la probabilité de moins 1 %.

Les liaisons obtenues avec les différentes variables explicatives sont assez conventionnelles : le coefficient de la variable endettement est négatif; pour les deux autres variables, distribution de dividendes et taille, les coefficients sont positifs. Il semblerait, donc, que l'endettement soit avant tout perçu comme un facteur de risque et que la politique de dividendes ne soit pas neutre. Par ailleurs, la taille serait significative de la diversification accrue des actifs de l'entreprise et perçue comme un élément réducteur du risque économique.

6. Conclusions

Les résultats obtenus appellent les commentaires suivants.

En premier lieu, toutes choses égales par ailleurs, le coefficient de capitalisation des résultats ne varie pas par rapport au mode d'organisation des fonctions entrepreneuriales.

Par ailleurs, l'égalité acceptée des coefficients d'ajustement dans les trois groupes tend à démontrer que le marché évalue les différents facteurs explicatifs du PER — ceux du moins pris en compte dans le modèle — de la même manière, quel que soit le mode d'organisation.

En second lieu, les écarts qui existent dans le coefficient de capitalisation selon les groupes semblent s'expliquer par les différences de taille, d'une part, et par les différences dans les politiques financières, d'endettement et de dividendes, d'autre part. En effet, que ce soit par la taille, l'endettement et/ou la politique des dividendes, les groupes sont très différenciés.

Par la taille, d'abord. « Il ressort que les entreprises du groupe un, sociétés avec contrôle interne, sont, de fait, de plus petite dimension, qu'on les compare au groupe deux ou au groupe trois et quel que soit le critère de taille utilisé » (Mourgues, 1987). Les résultats de la comparaison entre les groupes deux et trois dépendent du critère utilisé. Si on retient les critères de l'actif (total ou économique), les entreprises du groupe deux paraissent d'une taille plus élevée; les entreprises du groupe trois ressortent alors comme un groupe intermédiaire par rapport aux deux autres.

Différences, ensuite, entre les groupes quant à l'endettement. On observe sur cette variable une opposition entre les groupes un et deux, d'une part, et le groupe trois d'autre part : les entreprises sous contrôle d'une autre société sont plus endettées aussi bien par rapport aux entreprises avec contrôle interne que par rapport aux entreprises dont le capital est dilué (cf. tableau 4 qui retrace le résultat de l'analyse de la variance de la variable endettement).

Il n'est pas dans notre propos d'analyser l'endettement des entreprises. Il est, cependant, intéressant d'observer que ce ne sont pas les entreprises qui présentent les meilleurs résultats économiques qui sont les plus endettées, au contraire. Il y a là une observation qui va dans le sens

de la théorie de C. Myers (1977) sur l'endettement : théorie selon laquelle les entreprises qui auraient les plus grandes opportunités d'investissement éviteraient de s'endetter.

Les entreprises se différencient aussi, selon les groupes, par le taux de distribution des dividendes. Pour cette variable on observe une opposition entre le groupe deux, d'une part, et les deux autres groupes, d'autre part. Les entreprises dont le capital est dilué ont un taux de distribution des dividendes plus élevé par rapport aux deux autres types d'entreprises : leur taux de distribution est de près de 32 % contre un taux de 25 %-26 % pour le groupe un ou le groupe trois (ces deux derniers groupes ayant des taux quasi identiques).

TABLEAU 4

Analyse de la variance des variables financières

Variables	Groupes	Valeurs moyennes	Résultat de l'analyse de la variance (1)	
1. Structure du capital Dettes VCCP (2) + Dettes	Groupe 3	47,8	—	A
	Groupe 1	41,0	-6,8	B
● Définition étroite des groupes	Groupe 2	39,4	-8,4	B
	F		(10,15)*	
● Définition étroite des groupes	Groupe 3'	46,85	—	A
	Groupe 1'	41,29	-5,56	B
2. Structure du capital Dettes VBCP (2) + Dettes	Groupe 2'	35,99	-10,85	B
	F		(8,32)*	
2. Structure du capital Dettes VBCP (2) + Dettes	Groupe 3	56,4	—	A
	Groupe 1	44,1	-12,2	B
● Définition étroite des groupes	Groupe 2	43,4	-12,9	B
	F		(15,73)*	
● Définition étroite des groupes	Groupe 3'	59,28	—	A
	Groupe 1'	49,82	-9,46	B
3. Distribution des dividendes Dividendes Total à répartir	Groupe 2'	43,35	-15,9	B
	F		(10,66)*	
3. Distribution des dividendes Dividendes Total à répartir	Groupe 3	26,0	—	A
	Groupe 1	26,0	0,0	B
● Définition étroite des groupes	Groupe 2	32,6	+6,6	B
	F		(3,36)*	
● Définition étroite des groupes	Groupe (1 + 3)'	25,50	—	A
	Groupe 2'	32,33	+6,83	B
	F		(4,20)*	

(1) Les groupes avec des lettres différentes ont des valeurs moyennes significativement différentes.

F* : valeur significative avec une probabilité de 5 %.

(2) VCCP : valeur comptable des capitaux propres.

VBCP : valeur boursière des capitaux propres.

Ainsi, en conclusion, le mode d'organisation influence le coefficient de capitalisation des entreprises par deux moyens : d'abord, en raison de la liaison qui existe entre le mode d'organisation et la taille; ensuite, parce que selon le mode d'organisation les entreprises ont un endettement et/ou une distribution de dividendes spécifiques.

Les entreprises avec un contrôle interne ont un coefficient plutôt faible en raison de leur taille réduite et d'un taux de distribution de dividendes plus petit, par rapport aux entreprises avec actionnariat diffus. Ces dernières ont le PER le plus important pour trois raisons : taille élevée, distribution de dividendes relativement forte et endettement moindre. Enfin, les entreprises sous contrôle d'une autre société ont un PER relativement faible car elles sont des plus endettées et que leur

distribution des dividendes est réduite. Par ailleurs, leur taille est certes plus élevée que celle des entreprises avec contrôle interne, mais pas tout à fait aussi grande que celle des entreprises à capital diffus.

BIBLIOGRAPHIE

BHATTACHARIA S.

« Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand' Fallacy », *The Bell Journal Economics*, vol. 10, 1979, pp. 259-71.

CHARREAUX G.

« Le conseil d'administration : une interprétation économique », *Les entretiens de Finance de l'AFFI*, 7^e congrès annuel, 12-13 décembre 1985.

FAMA E.F.

« Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy* vol. 88, february-december 1980, pp. 288-307.

FAMA E.F. et JENSEN M.C.

« Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, june 1983, pp. 301-25.

FAMA E.F. et JENSEN M.C.

« Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, june 1983, pp. 327-49.

GROSSMAN S. et HART O.

« Corporate Financial Structure and Managerial Incentives », *Economic Theory Discussion Paper*, University of Cambridge, 1980.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H.

« Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, pp. 301-60.

MYERS S.C.

« Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, n° 5, 1977, pp. 146-75.

MOURGUES N.

« La rentabilité des entreprises dépend-elle de la structure de répartition du capital? Un essai de vérification des coûts d'agence », in *Recueil des actes du colloque international CZERNIJEWO*, Pologne, 5-10 octobre 1987. Recueil disponible à l'« I.O.F. de l'Université d'Orléans » et à la « School of Management Warsaw University », co-organisateurs du colloque.