

## **STRATEGIES DE DIVERSIFICATION DES ENTREPRISES FAMILIALES**

**Isabelle DUCASSY**

**EUROMED Management**

Domaine de Luminy, BP 921

13288 Marseille Cedex 9

e-mail : [isabelle.ducassy@euromed-management.com](mailto:isabelle.ducassy@euromed-management.com)

Tél. : 04 91 82 79 45 -Fax : 04 91 82 77 50

**Frédéric PREVOT**

**EUROMED Management**

Domaine de Luminy, BP 921

13288 Marseille Cedex 9

e-mail : [frederic.prevot@euromed-marseille.com](mailto:frederic.prevot@euromed-marseille.com)

Tél. : 04 91 82 79 94 -Fax : 04 91 82 77 50

### **Résumé :**

La question de la relation entre structure actionnariale et diversification de l'entreprise a suscité de nombreux débats. Nous proposons d'apporter un éclairage particulier en appliquant cette question au contexte des entreprises familiales, qui présentent des spécificités en termes de relations entre actionnaires et dirigeants. Notre étude porte sur 207 entreprises appartenant au SBF 250, dont 77 sont des entreprises familiales. Nous étudions les relations entre caractère familial de l'entreprise et niveau et type de diversification. Nos résultats montrent que les entreprises familiales sont plus diversifiées que les entreprises non familiales. Par ailleurs, nous identifions une relation négative entre présence d'un bloc actionnarial et niveau de diversification pour les entreprises non familiales. En revanche, cette relation ne se retrouve pas pour les entreprises familiales. Nos résultats permettent ainsi de souligner les particularités des entreprises familiales. Toutefois, nos résultats montrent aussi que ces particularités ne conduisent pas à une différence entre entreprises familiales et entreprises non familiales en termes de choix de type de diversification (reliée ou non reliée).

### **Mots clés :**

Entreprises familiales, diversification, gouvernance

## INTRODUCTION

Les recherches portant sur la question du lien entre structure actionnariale et diversification de l'entreprise ont entraîné des débats qui ont contribué à soulever des oppositions entre différents courants de recherche au niveau de la conception de la firme, des choix méthodologiques et des modes d'interprétation des résultats (Amihud et Lev, 1999 ; Lane, Cannella et Lubatkin, 1999). Ces débats soulignent l'importance de mener des recherches interdisciplinaires et d'étudier la question de la relation entre structure actionnariale et diversification dans différents contextes (Denis, Denis et Sarin, 1999). Nous avons choisi le contexte particulier des entreprises familiales. En termes de structure actionnariale et de comportement stratégique, les entreprises familiales présentent en effet des spécificités (Miller, Le Breton-Miller, 2006). La présence de la famille dans l'actionnariat couplée à son rôle dans le management de l'entreprise trouble le jeu des relations entre actionnaires et dirigeants. En outre, un engagement socio-émotionnel particulier influence le comportement stratégique (Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson et Moyano-Fuentes, 2007). Il y a donc une problématique particulière liée à l'entreprise familiale dans la question de la relation entre structure actionnariale et niveau de diversification. Etrangement, cette problématique n'a donné lieu qu'à de très rares recherches empiriques ; les exceptions notables étant les recherches d'Anderson et Reeb (2003b), de Jones, Makri et Gomez-Mejia (2008) et de Gomez-Mejia, Makri et Larraza Kintana (2010). Ces études ont porté sur un échantillon d'entreprises américaines. Or, dans le cadre de l'analyse des liens entre structure actionnariale et diversification, les études menées dans divers contextes internationaux à la suite de la controverse entre Amihud et Lev (1999) et Lane et al. (1999) ont contribué à éclairer cette question. De la même manière, nous proposons de développer la question de la stratégie de diversification des entreprises familiales dans le contexte français.

Les recherches inscrites dans le cadre de la théorie de l'agence identifient en général une relation négative entre existence d'un bloc de contrôle actionnarial et niveau de diversification de l'entreprise (Amihud et Lev, 1981 ; Berger et Ofek, 1995 ; Denis et al., 1997). L'explication semble tenir au fait que, si la diversification est avantageuse pour les managers, elle ne l'est cependant pas pour les actionnaires car elle contribue à diminuer la valeur de l'action (Berger et Ofek, 1996). A l'opposé, les recherches inscrites dans le courant stratégique montrent une absence de lien entre contrôle actionnarial et niveau de diversification. Elles rejettent également la relation entre niveau de diversification et

dégradation de la valeur de l'action (Lane, Cannella, Lubatkin, 1998). L'analyse du lien entre structure actionnariale et diversification dans le contexte des entreprises familiales soulève une problématique spécifique du fait de la présence de la famille à la fois dans l'actionnariat et / ou dans le management. Ceci est donc susceptible d'apporter un éclairage nouveau dans le cadre du débat sur le lien entre structure actionnariale et diversification de l'entreprise. Suivant Shleifer et Vishny (1986), Anderson et Reeb (2003b) ont supposé que la volonté de réduire les risques dans le cadre des entreprises familiales conduirait celles-ci à être plus diversifiées que les entreprises non-familiales. Mais leurs résultats ont démontré le contraire. Gomez Mejia et al. (2010) ont également trouvé que les entreprises familiales sont moins diversifiées que les non-familiales et ils expliquent ceci essentiellement par l'existence d'un conservatisme dans le comportement stratégique des entreprises familiales, par le refus du recours à l'endettement et par le fait que les dirigeants des entreprises familiales redoutent que la diversification contribue à diminuer leur contrôle sur l'entreprise en entraînant la nécessité d'intégration de nouveaux dirigeants présentant des expertises nouvelles. La prise en compte des spécificités des entreprises familiales contribue à apporter des éléments nouveaux dans la réflexion sur le lien entre structure actionnariale et diversification de l'entreprise. En outre, les spécificités des entreprises familiales laissent supposer une différence entre celles-ci et les entreprises non-familiales au niveau du choix du type de diversification (reliée ou non reliée). Dans la lignée des recherches sur la diversification des entreprises familiales, nous soutenons qu'il y a une différence entre celles-ci et les entreprises non familiales en termes de stratégie de diversification. Mais, étant donné les résultats plutôt contre-intuitifs d'Anderson et Reeb (2003b) et de Gomez-Mejia et al. (2010), nous souhaitons poser à nouveau la question de la comparaison du niveau de diversification entre entreprises familiales et entreprises non-familiales en l'appliquant à un contexte national différent de celui des Etats-Unis. Il s'agit là de notre première question de recherche. Par ailleurs, nous souhaitons poser une seconde question de recherche en étendant notre étude à l'analyse du type de diversification (diversification reliée ou non reliée). En utilisant la classification de Rumelt (1982), nous cherchons à savoir si, pour les entreprises diversifiées, il y a une différence en termes de types de diversification entre les entreprises familiales et les entreprises non-familiales. Pour répondre à ces deux questions de recherche, nous avons mené une étude empirique sur un échantillon de 207 entreprises françaises appartenant au SBF250, dont 77 sont des entreprises familiales.

Dans la première partie de cet article, nous étudions les différences dans les résultats des recherches portant sur la question du lien entre structure actionnariale et diversification suivant les approches par la théorie de l'agence, par la stratégie ou par la théorie de l'intendance. Nous soulignons également les spécificités des entreprises familiales et nous analysons les résultats des précédentes recherches ayant porté sur la diversification des entreprises familiales. Dans la deuxième partie, nous présentons nos hypothèses de recherche. Dans la troisième partie, nous décrivons la méthodologie et les modes de mesure des variables. Dans la quatrième partie, nous présentons les résultats de notre étude empirique, puis nous les discutons dans la cinquième partie.

## **1. CADRE THEORIQUE**

### **1.1. CONTROLE ACTIONNARIAL ET DIVERSIFICATION**

En matière d'explication des raisons pour lesquelles une entreprise se diversifie, trois approches théoriques ont donné lieu à des recherches apportant des résultats contradictoires. Une première approche, de nature plutôt financière, s'appuie sur la théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling (1976) et tend à montrer que l'existence d'un contrôle actionnarial diminue le niveau de diversification car cette dernière est réalisée moins dans l'intérêt de l'actionnaire que dans celui des managers. Selon cette perspective, la diversification est avantageuse pour les managers car elle leur permet de réduire le niveau de risque personnel, d'augmenter leur prestige et leur pouvoir, d'accroître leur rémunération et de se rendre indispensables (Amihud et Lev, 1981 ; Jensen, 1986 ; Shleifer et Vishny, 1986). En revanche, les actionnaires préfèrent diversifier leur portefeuille de titres et souhaitent limiter la diversification des firmes car elle conduit à une réduction de la valeur de l'action (Lang et Sultz, 1994 ; Berger et Ofek, 1995 ; Denis et al., 1997). Selon cette approche, il y a donc une relation négative entre niveau de contrôle actionnarial et niveau de diversification (Amihud et Lev, 1981). L'autre approche, de nature plutôt stratégique, se fonde sur les principes ayant inspiré la théorie des ressources (Penrose, 1959 ; Wernerfelt, 1984). Selon ce courant, l'entreprise a intérêt à se diversifier lorsque cela lui permet d'utiliser ses ressources excédentaires de manière plus rentable que ne le serait la vente de ces ressources sur le marché (Teece, 1982 ; Montgomery, 1994). Par ailleurs, la diversification permet de créer des effets de synergie entre les ressources, de réaliser un effet de levier sur les compétences clés et de profiter d'économies de variété, ce qui contribue à améliorer la performance (Teece, 1980 ;

Gupta et Govindarajan, 1986 ; Markides et Williamson, 1994). La diversification permet également de renforcer le pouvoir sur le marché (Hill, 1985 ; Montgomery, 1994). Suivant cette perspective stratégique, des études portant sur le lien entre diversification et structure actionnariale viennent contredire celles inscrites dans le cadre de la théorie de l'agence et démontrent qu'il n'y a pas de lien entre structure actionnariale et niveau de diversification (Lane et al., 1998). L'approche proposée par la théorie de l'intendance (stewardship theory) (Donaldson et Davis, 1991) tend également à contredire la théorie de l'agence et à montrer que les managers ne recherchent pas automatiquement la maximisation de leur intérêt personnel, mais que leur actions sont en général plutôt orientées vers la maximisation de l'intérêt de l'entreprise. Ceci s'applique aux décisions de diversification (Fox et Hamilton, 1994).

### **1.1.1. Une explication fondée sur la théorie de l'agence**

La théorie de l'agence semble s'appliquer parfaitement à l'explication du lien entre structure actionnariale et niveau de diversification (Amihud et Lev, 1999). A l'origine, cette théorie propose une approche de deux problèmes fondamentaux qui émergent dans les situations où une partie (le principal) délègue une activité à une autre partie (l'agent). Le premier problème est celui de la difficulté pour le principal de contrôler le travail de l'agent. Le second problème est celui du partage des risques lorsque le principal et l'agent n'ont pas la même conception du risque. La théorie de l'agence repose sur un ensemble de conceptions relatives à la nature des relations entre le principal et l'agent (Eisenhardt, 1989). Il y a des conflits d'intérêt au niveau organisationnel entre le principal et l'agent, l'information est distribuée de manière asymétrique dans l'organisation et les décisions individuelles sont guidées par la poursuite de l'intérêt personnel. Les conflits potentiels sont résolus par les incitations financières. L'objectif des décisions est la recherche d'efficacité, mais les acteurs agissent en situation de rationalité limitée. Il convient donc de structurer de manière optimale le contrôle des résultats ou du processus de prise de décision.

On comprend dès lors pourquoi des recherches ont proposé d'appliquer la théorie de l'agence pour expliquer l'influence de la structure du capital sur les stratégies de diversification. Plusieurs études tendent en effet à prouver que l'existence d'un bloc actionnarial (qui permet d'exercer un contrôle et transforme ainsi une firme contrôlée par le manager – l'agent- en une firme contrôlée par l'actionnaire propriétaire – le principal) réduit la tendance à se diversifier (Amihud et Lev, 1981 ; Denis et al, 1997, Berger et Ofek, 1999). L'article fondateur de ce

courant d'étude est celui d'Amihud et Lev (1981) dont les résultats montrent que le niveau de diversification est plus élevé dans firmes contrôlées par les managers que dans les firmes contrôlées par un groupe d'actionnaires majoritaires. Les résultats de l'étude de Denis et al. (1997) montrent également qu'il existe une relation négative entre l'existence d'un groupe d'actionnaires majoritaires et le niveau de diversification. Ils montrent par ailleurs que les causes des recentrages (c'est à dire la réduction du niveau de diversification) des entreprises sont la pression par les actionnaires externes, le changement de managers et les pertes financières plutôt que l'adaptation à des changements dans l'environnement. Ce dernier résultat est confirmé par l'étude menée par Berger et Ofek (1999). Ces études tendent ainsi à montrer que dans les cas où les actionnaires externes peuvent exercer un contrôle, l'entreprise sera moins diversifiée. L'analyse de Denis et al. (1997) apporte en outre un éclairage particulier sur la question de la possession d'actions par les managers. Le niveau de diversification est négativement relié au pourcentage d'actions possédées par les managers. Ceci confirme les résultats de Lang et Stulz (1994) et Berger et Ofek (1995) et montre ainsi que, d'un point de vue de gouvernance d'entreprise, il convient d'encourager la possession d'actions par les managers car ceux-ci sont alors conduits à éviter de prendre des décisions contribuant à réduire la valeur de l'action. Cela renforce l'approche proposée par la théorie de l'agence puisque le problème d'agence qui se pose dans les décisions de diversification est résolu par des incitations financières.

### **1.1.2. Une approche stratégique**

L'étude menée par Lane et al. (1998) vient contredire les résultats obtenus par Amihud et Lev (1981). Adoptant une perspective différente de celle de la théorie de l'agence, ces auteurs estiment que les managers ne seront pas systématiquement égoïstes et opportunistes à moins que leurs intérêts ne soient directement et clairement en jeu. Dans ce cas, la structure actionnariale aura peu ou pas de lien avec la diversification. De fait, selon ces auteurs, la théorie de l'agence ne s'applique pas aux décisions stratégiques parce qu'elle ne permet pas de décrire efficacement le comportement managérial. En outre, l'explication des décisions stratégiques fondée sur le contrôle par les actionnaires n'est pas satisfaisante car les actionnaires extérieurs, même majoritaires, n'ont pas assez d'informations pour évaluer les décisions stratégiques. Au final, la théorie de l'agence et la perspective du management stratégique ont des prédictions opposées en ce qui concerne la relation entre diversification et structure de gouvernance. Lane et al. (1998) présentent ainsi des résultats contradictoires avec

ceux d'Amihud et Lev (1981) : le pourcentage de parts possédées par les actionnaires dominants a un impact négligeable sur le comportement stratégique des managers et sur le niveau de diversification de l'entreprise. L'existence d'une opposition aussi forte entre Lane et al. (1998) et Amihud et Lev (1981) est d'autant plus troublante qu'ils utilisent les mêmes données. La publication de ces résultats a donné lieu à une controverse entre, d'un côté, Lane, et al. (1999), et de l'autre, Amihud et Lev (1999) et Denis, Denis et Sarin (1999). Ces derniers soutiennent l'idée qu'il existe une relation entre les stratégies de diversification et la structure actionnariale. Les premiers maintiennent qu'il n'y a pas de preuve théorique ou empirique pouvant conduire à penser que le contrôle par les actionnaires influence la stratégie de diversification. Il y a des différences de croyances, normes, méthodes et interprétations des résultats entre les approches financière et stratégique. Lane et al. (1999) soulignent l'opposition entre deux visions de la firme, des actionnaires et des managers. L'approche financière voit la diversification en termes de portefeuille et considère les managers comme des opposants aux actionnaires qui placent rationnellement leurs intérêts au dessus du reste. La stratégie étudie la complexité des pratiques managériales et ne suppose pas de conflit évident entre les managers et les investisseurs. Toutefois, comme le soulignent Denis et al. (1999), la relation entre niveau de contrôle par les actionnaires externes et niveau de diversification est une question empirique indépendante du cadre théorique choisi pour l'étudier. Ils en appellent ainsi à de nouvelles recherches interdisciplinaires sur la question.

Par la suite, des recherches menées dans des contextes internationaux différents ont effectivement proposé des éclairages sur cette relation entre structure de propriété et diversification. Collin et Bengtsson (2000) proposent une nouvelle taxinomie des formes de gouvernance (contrôle capitalistique, par le management, par les banques, par des groupes financiers) qu'ils testent sur un échantillon d'entreprises suédoises. Mais leurs résultats ne permettent pas de démontrer le lien entre structure de gouvernance et niveau de diversification. Gourlay et Seaton (2004) utilisent leurs résultats obtenus sur un échantillon d'entreprises anglaises sur lesquelles ils testent à la fois des facteurs liés à une approche par les ressources et des facteurs liés à une approche par la structure de gouvernance pour montrer que l'impact de la structure de gouvernance sur la stratégie de diversification dépend fortement du type de secteur dans lequel se situe l'entreprise. Ils rejettent donc l'idée d'un modèle unique d'explication de la stratégie de diversification. Ramaswamy, Li et Valiyath (2002) montrent, sur un échantillon d'entreprises indiennes, qu'il existe des groupes d'actionnaires de différentes natures (agences gouvernementales, investisseurs institutionnels,

investisseurs étrangers, banques) et que leurs rôles varient suivant les pays. En outre, les variables liées à la structure actionnariale permettent d'expliquer seulement certains types de diversification (la diversification non reliée). Zhang et Li (2006), étudiant un échantillon d'entreprises chinoises, montrent que le contrôle par l'Etat explique la stratégie de diversification mais ils ne trouvent pas de relation entre structure actionnariale et diversification dans le cas des entreprises non contrôlées par l'Etat. Au-delà des différences entre pays, des recherches récentes ont montré que le temps est une variable déterminante qui vient influencer la relation entre structure de propriété et diversification. Singh, Mathur et Gleason (2004) expliquent que les différences de structure de gouvernance entre entreprises diversifiées et entreprises non diversifiées qui ont pu être observées dans certaines études sont liées au fait que les entreprises se situent à différentes étapes de leur évolution (nombre d'années écoulées depuis l'entrée sur le marché). De la même manière Goranova, Alessandri Brandes et Dharwadkar (2007) montrent qu'une approche longitudinale s'avère nécessaire pour appréhender la complexité de la relation entre structure de propriété et stratégie de diversification.

### **1.1.3. Un éclairage par la théorie de l'intendance**

La théorie de l'agence s'inscrit dans la tradition de l'économie qui propose une conception de l'homme comme un acteur rationnel recherchant, de manière individualiste et opportuniste, la maximisation de ses intérêts personnels. La théorie de l'intendance (stewardship theory) repose en revanche sur une approche plus sociologique et psychologique qui voit l'homme comme étant digne de confiance, orienté vers le collectif et respectant les intérêts de l'organisation dans laquelle il se situe (Donaldson, 1990 ; Donaldson et Davis, 1991 ; Davis, Schoorman et Donaldson, 1997). Cette approche propose de répondre aux limites principales de la théorie de l'agence. Elle rejette donc le présupposé d'une divergence d'intérêts entre le principal et l'agent qui repose sur l'idée que le comportement humain est automatiquement guidé par des motivations utilitaristes et individualistes. Elle souligne la nécessité d'une prise en compte de la complexité des organisations qui permettrait de dépasser une explication de l'existence de structure de contrôles fondée sur la nécessité par le principal de surveiller un agent censé avoir des intérêts différents voire opposés. Elle met en avant l'intérêt de faire reposer l'analyse des relations au sein des organisations sur des présupposés différents de ceux de l'économie. Enfin, elle cherche à identifier ce qui conduit à une convergence d'intérêts entre le principal et l'agent sans se limiter à la question des incitations financières et

du contrôle par les structures de gouvernance. Dans les premiers temps, la théorie de l'intendance se positionne clairement en opposition par rapport à la théorie de l'agence (Donaldson et Davis, 1991 ; Fox et Hamilton, 1994). Par la suite, il y a une recherche de mise en avant des complémentarités (Davis et al., 1997). Les principes de la théorie de l'intendance stipulent que le manager n'est pas nécessairement motivé par des objectifs individualistes. Ses objectifs peuvent aisément converger avec ceux des actionnaires. En effet, le manager peut accorder une valeur importante à la coopération. Etant donné cette valeur perçue, son comportement collectif est rationnel puisqu'il est considéré comme apportant un intérêt supérieur à un comportement individualiste. Cela donne une motivation intrinsèque à agir dans l'intérêt de l'organisation sans qu'il y ait besoin d'un contrôle externe ou d'incitations financières spécifiques. L'engagement et la motivation peuvent donc être les moteurs de l'action du manager et ceux-ci résultent de l'existence d'une confiance à long terme entre celui-ci et les actionnaires. Un contrôle excessif de la part des actionnaires peut donc être contre-productif et mieux vaut proposer des mécanismes de gouvernance permettant une participation des managers (par exemple sous la forme d'un siège au conseil d'administration). La mise en place de tels mécanismes et l'apparition d'une confiance mutuelle dépendent de la volonté des actionnaires d'assumer une certaine part de risque (et donc de réduire le contrôle). L'aversion au risque explique que les relations d'agence soient fréquentes alors que la relation d'intendance semble présenter des intérêts mutuels supérieurs pour le manager et les actionnaires.

La théorie de l'intendance a été mobilisée pour proposer des explications aux raisons de la diversification des firmes alternatives à celles apportées par la théorie de l'agence (Fox et Hamilton, 1994). Ainsi, la diminution du contrôle par les actionnaires qui laisserait les managers donner libre cours à la recherche de leurs intérêts individuels n'est pas nécessairement le facteur principal d'explication de la diversification. Les managers peuvent décider de diversifier les activités dans l'intérêt même des actionnaires et de l'organisation, en particulier pour résoudre certains problèmes de performance (Fox et Hamilton, 1994). Par ailleurs, le constat fréquent d'une baisse de la valeur de l'action dans les cas de diversification non reliée est utilisé par les tenants de la théorie de l'agence pour justifier leur conception d'une existence d'opposition entre les intérêts des managers et ceux des actionnaires. Mais cela peut tout simplement être interprété comme le résultat d'erreurs managériales dans le cadre d'une stratégie visant à servir les intérêts de l'organisation et non pas nécessairement

comme une volonté de la part du manager de maximiser ses intérêts au détriment de ceux des actionnaires (Fox et Hamilton, 1994).

Dans le tableau suivant, nous proposons une synthèse de ces trois approches en soulignant les différences en termes d'explication de la relation entre structure actionnariale et diversification.

	<b>Théorie de l'agence</b>	<b>Approche stratégique</b>	<b>Théorie de l'intendance</b>
<b>Fondements</b>	Economie	Stratégie	Sociologie et psychologie
<b>Modèle de comportement humain</b>	Intérêts individuels	Intérêts de l'organisation	Intérêts collectifs
<b>Motivation des managers</b>	Extrinsèque	Intrinsèque	Intrinsèque
<b>Incitations</b>	Incitations financières Possession d'actions	Maximisation de la performance	Engagement
<b>Relations entre actionnaires et managers</b>	Divergences des intérêts	Information insuffisante pour évaluer les décisions stratégiques	Convergence des intérêts
<b>Organisation de la relation</b>	Contrôle	Délégation	Confiance
<b>Mécanismes de contrôle</b>	Incitations financières Gouvernance fondée sur un contrôle externe	Autonomie du manager Exigence d'une maximisation de la valeur de l'action	Participation des managers à la gouvernance
<b>Raisons de la diversification</b>	Réduction du risque personnel Prestige et pouvoir Rémunération Enracinement	Levier sur les ressources Economies de variété Synergies Pouvoir sur le marché	Performance financière Intérêts pour l'entreprise
<b>Lien entre contrôle actionnarial et diversification</b>	Négatif	Négligeable	Négligeable

## 1.2. LES ENTREPRISES FAMILIALES

### 1.2.1. Qu'est-ce qu'une entreprise familiale ?

Il n'existe pas de définition juridique ou unanimement reconnue de l'entreprise familiale. La recherche d'une définition a donné lieu à de nombreux travaux. La définition retenue par le chercheur revêt une importance considérable dans l'interprétation des résultats obtenus lors de travaux empiriques. Westhead et Cowling (1998), sur un échantillon de 427 entreprises au Royaume-Uni, mettent en évidence comment la définition retenue modifie la répartition de leur échantillon. Entre la définition la moins restrictive (« les membres dirigeants considèrent l'entreprise comme familiale ») et la définition la plus contraignante (« la famille doit

posséder plus de 50% des droits de vote, les membres dirigeants considèrent l'entreprise comme familiale, plus de 51% du top management est familial et il y a au moins une deuxième génération », la part d'entreprises familiales de l'échantillon passe de 80,8% à seulement 15%. Les définitions retenues dans les travaux empiriques varient de façon importante. Selon Donckells et Frolich (1991), une entreprise est familiale si la famille détient au moins 60% du capital, d'autres auteurs posent des conditions multiples à l'identification des entreprises familiales. Gomez-Mejia et al. (2010) par exemple considèrent comme familiales les firmes pour lesquelles deux directeurs au moins ont une relation familiale et les parts détenues par la famille s'élèvent à plus de 10% des droits de vote. Anderson et Reeb (2003a) soulignent que pour les entreprises existant depuis plusieurs générations, il est quelquefois difficile d'identifier les descendants à cause des changements de nom de famille, il est donc souvent nécessaire de se pencher sur l'historiques des firmes. Anderson et Reeb (2003a) considèrent comme familiales les firmes pour lesquelles la famille fondatrice détient des actions (pas de seuil minimum de détention) ou alors les firmes pour lesquelles un ou plusieurs membres de la famille sont au conseil d'administration. Même s'il n'y a pas de définition unanime de l'entreprise familiale, les travaux s'accordent pour mettre en évidence trois éléments importants pour caractériser les entreprises familiales : la propriété, la direction et la continuité. En d'autres termes, la famille doit détenir des actions en quantité suffisante pour avoir le contrôle, elle doit influencer la gestion et il doit exister une volonté de transmission.

### **1.2.2. Les particularités des entreprises familiales**

Qu'est-ce qui différencie les entreprises familiales des autres catégories d'entreprise ? D'abord l'implication de la famille dans l'entreprise, et ensuite la volonté de transmission, ces deux particularités influencent de façon importante le comportement des acteurs et les décisions, en particulier stratégiques et financières.

Dans une entreprise dite classique, on identifie trois acteurs principaux, les actionnaires, les dirigeants et les salariés (Neubauer et Lank, 1998). Dans une entreprise familiale, l'imbrication de la famille dans l'entreprise multiplie les possibilités et contribue ainsi à rendre les entreprises familiales particulières. Les coûts divers (dédouanement, surveillance, résiduels) évoqués dans la théorie de l'agence, dus à des objectifs et des intérêts divergents entre les différentes parties prenantes, devraient être atténués, sinon éliminés, dans les entreprises familiales grâce au recouvrement des rôles d'actionnaires et de dirigeants (Miller

et Le Breton-Miller, 2006). D'un autre côté, les conflits entre actionnaires et dirigeants laissent alors la place à des conflits entre majoritaires et minoritaires (Morck et Yeung, 2003), dont le coût principal pour les minoritaires est l'extraction de bénéfices privés. Schulze, Lubatkin, Dino et Buchholz (2001) insistent sur le fait que les problèmes d'agence ne sont pas évacués sous prétexte d'un actionnariat familial. L'altruisme évoqué dans plusieurs travaux (Schulze et al., 2003), représente une forme de problème d'agence qui peut conduire à des décisions irrationnelles au point de vue économique. L'altruisme facilite la confiance, la communication, mais comme l'altruisme lie le bien être des parents à celui des enfants, il peut avoir des conséquences négatives sur la gestion de l'entreprise familiale (promotions, salaires ou autres bénéfices privés indépendants de la contribution réelle du membre de la famille à l'entreprise (Lubatkin, Ling et Schulze, 2007)). Toutefois, l'altruisme lié à la famille implique que la théorie de l'agence n'est pas la plus appropriée pour expliquer les relations au sein des entreprises familiales. En revanche, la théorie de l'intendance paraît assez bien adaptée aux entreprises familiales dans lesquelles les dirigeants sont issus de la famille ou particulièrement liés à celle-ci. Les dirigeants s'identifient à la firme et font leurs objectifs, ils agiraient donc dans l'intérêt de la firme et de ses actionnaires (Miller et Le Breton-Miller, 2006).

Au-delà de l'altruisme, les liens familiaux contribuent à créer un capital social particulier à l'entreprise familiale et celui-ci peut-être source d'avantages concurrentiels spécifiques (Bubolz, 2001 ; Arrègle, Durand, Véry, 2004). Gomez-Mejia et al. (2007) ont développé le concept de valeur socio-émotionnelle « socioemotional wealth » (SEW). Ce concept recouvre des aspects non financiers des entreprises familiales, notamment des besoins affectifs, comme l'identité, la capacité à exercer une influence familiale ou la volonté de pérennité. Se référer à ce concept expliquerait certaines décisions, financièrement non rationnelles, la préférence étant donnée en priorité au maintien du contrôle et à la survie de la firme.

Une autre caractéristique importante à prendre en compte pour comprendre les entreprises familiales est la volonté de transmission. L'entreprise familiale est considérée comme un actif à transmettre aux générations futures plutôt qu'une richesse à consommer (Casson, 1999 ; Chami, 1999). La question de la survie est un facteur prépondérant pour les entreprises familiales (Anderson et Reeb, 2003b) et est à l'origine de comportements particuliers.

On comprend bien que le caractère familial d'une entreprise va certainement influencer la prise de décisions, en particulier financière et stratégique. Une grande partie des travaux empiriques consacrés aux entreprises familiales concerne la question de la performance : ces particularités entraînent-elles des différences de performance ? Les résultats mettent en

évidence plutôt une surperformance des entreprises familiales (Allouche, Amman et Garaudel, 2006), les travaux plus récents s'attachant à l'influence de l'appartenance du dirigeant à la famille (Villalonga et Amit, 2006, Anderson et Reeb, 2003a ou Thesmar et Sraer, 2004).

Sur les décisions de financement, il semble légitime de se poser la question de l'influence du caractère familial sur les choix de financement de la firme. La volonté de transmission et donc de maintien du contrôle, l'importance donnée à la survie et donc l'aversion au risque pourrait expliquer un moindre recours à l'endettement, qui augmente le risque de faillite (Anderson et Reeb, 2003b). Mais si les actionnaires familiaux ne peuvent participer à une augmentation de capital, alors cette solution risque également d'être éliminée car un tel financement réduirait leur participation, et donc le contrôle sur l'entreprise ; ce sont précisément les résultats auxquels aboutissent Westhead, Cowling et Howorth (2001) au Royaume-Uni, selon lesquels les actionnaires familiaux préféreront limiter leur croissance plutôt que d'ouvrir le capital de leur entreprise. Sur le niveau de dette, les résultats empiriques sont assez mitigés (voir Allouche et al, (2006) pour une revue de littérature sur le sujet.).

Concernant les décisions d'investissement, il semble que les entreprises familiales sont davantage tournées vers la pérennité que vers un objectif de croissance (Teal, Upton et Seaman, 2003). De nombreux travaux, cités par Gomez-Mejia et al (2007), montrent que les décisions stratégiques des entreprises familiales sont souvent guidées par leur aversion au risque.

Ces particularités sont liées entre elles, à la fois causes et conséquences, et semblent influencer de façon significative la gestion des entreprises familiales.

### **1.3. STRATEGIES DE DIVERSIFICATION DES ENTREPRISES FAMILIALES**

L'étude d'Anderson et Reeb (2003b) a ouvert la voie des recherches sur la question de la diversification des entreprises familiales. Malheureusement, cette question n'a pas ensuite donné lieu à de nouvelles recherches empiriques, à l'exception notable de celles menées par Jones et al. (2008) et Gomez-Mejia et al. (2010). Anderson et Reeb (2003b) expliquent que, dans les entreprises familiales, étant donné la faible diversification des portefeuilles d'actions des familles dirigeantes et la forte motivation à la survie de l'entreprise, on devrait trouver une volonté importante de minimiser le risque stratégique de l'entreprise. La diversification étant un moyen de minimiser ce risque (Shleifer et Vishny, 1986), Anderson et Reeb (2003b) supposent un niveau de diversification plus élevé dans les entreprises familiales que dans les

entreprises non-familiales. Les résultats de leur étude démontrent cependant le contraire. On retrouve les mêmes résultats dans l'étude de Gomez-Mejia et al. (2010) Ces auteurs proposent une explication en utilisant le modèle d'agence comportementale (BAM : Behavioral Agency Model) développé par Wiseman et Gomez-Mejia (1998). Suivant ce modèle, les décideurs n'ont pas un comportement inflexible en termes de prise de risque. Ce comportement est contingent et varie en fonction du contexte. Sur cette base théorique, Gomez-Mejia et al. (2007) ont montré que dans les entreprises familiales le point de référence en termes de prise de risque est la peur de diminuer ce qu'ils appellent la valeur socio-émotionnelle. Celle-ci se définit par la valeur affective qu'une famille tire de sa position dans l'actionnariat et dans le management d'une entreprise (Gomez-Mejia et al., 2007 ; Jones et al., 2008 ; Gomez-Mejia et al., 2010). Cette valeur dépasse les aspects financiers et repose sur l'exercice de l'autorité personnelle (Schulze, Lubatkin et Dino, 2003), les besoins psychologiques d'appartenance, d'identification et d'intimité (Westhead, Cowling et Howorth, 2001), la volonté de préserver les valeurs familiales (Handler, 1990), la volonté de perpétuer la dynastie et de maintenir l'héritage du fondateur (Casson, 1999), le développement du capital social de la famille (Arrègle, Hitt, Sirmon, Véry, 2007), le sentiment d'appartenance au clan (Littunen, 2003), la confiance résultant de la présence de membres de la famille dans des postes clés au sein de l'entreprise (Athanassiou, Crittenden, Kelly et Marquez, 2002), et le comportement altruiste entre membres de la famille (Lubatkin, Ling et Schulze, 2007). Selon Gomez-Mejia et al. (2010), la diversification entraîne des risques de diminution de la valeur socio-émotionnelle. Elle suppose en effet plus d'incertitude, elle nécessite une délégation et elle peut conduire à l'apparition de nouveaux acteurs externes au cadre familial qui pourront exercer un contrôle sur la stratégie de l'entreprise. La volonté de maintenir le contrôle familial, de protéger les membres de la famille, de perpétuer des stratégies conservatrices, d'éviter le recours à la dette, et de réserver aux membres de la famille les postes clés au sein de l'entreprise contribue donc à limiter le recours à la diversification. Ceci explique le niveau plus faible de diversification des entreprises familiales comparé à celui des entreprises non-familiales (Gomez-Mejia et al., 2010). Cette explication peut être renforcée par les résultats de Jones et al. (2008) qui montrent que la présence dans le conseil d'administration des entreprises familiales de directeurs affiliés n'appartenant pas à la famille diminue la perception du risque lié à la diversification et augmente ainsi le niveau de diversification.

## **2. HYPOTHESES**

### **2.1. ENTREPRISES FAMILIALES ET NIVEAU DE DIVERSIFICATION**

La diversification permet de réduire le risque stratégique (Shleifer et Vishny, 1986). Les actionnaires-dirigeants familiaux tendent à rechercher une diminution du risque stratégique dans les entreprises familiales (Casson, 1999 ; Faccio, Lang et Young, 2001 ; Anderson et Reeb, 2003b ; Chami, 1999 ; Gomez-Mejia et al., 2007). On pourrait donc supposer un niveau de diversification supérieur dans les entreprises familiales par rapport aux entreprises non-familiales. Pourtant les deux études précédents sur la question (Anderson et Reeb, 2003b ; Gomez-Mejia et al., 2010) ont montré le contraire. On établira donc l'hypothèse d'un niveau inférieur de diversification des entreprises familiales comparativement aux entreprises non-familiales. Cependant, en prolongement de ces deux études précédentes, nous pensons que la question mérite encore d'être posée. En effet, ces deux études ont été menées dans le contexte des Etats-Unis. Dans le cadre de l'analyse de la relation entre structure actionnariale et diversification, les études menées dans différents contextes internationaux ont contribué à faire évoluer le débat (Collin et Bengtson, 2000 ; Gourlay et Seaton, 2004 ; Ramaswamy et al., 2002 ; Zhang et Li, 2006 ; Goranova et al., 2007). Il peut en être de même en ce qui concerne la question spécifique de la diversification des entreprises familiales.

H1. Le niveau de diversification est plus faible dans les entreprises familiales que dans les entreprises non-familiales.

### **2.2. RELATION ENTRE STRUCTURE ACTIONNARIALE ET NIVEAU DE DIVERSIFICATION AU SEIN DES ENTREPRISES FAMILIALES ET DES ENTREPRISES NON-FAMILIALES**

La question spécifique de la différence entre entreprises familiales et entreprises non-familiales en termes de niveau de diversification est susceptible d'apporter de nouveaux éclairages sur la question plus générale de la relation entre structure actionnariale et diversification. L'étude de la relation entre structure actionnariale et niveau de diversification a conduit à des résultats contradictoires (Amihud et Lev, 1981 ; Lane et al., 1998). Au cœur du débat entre les tenants de la théorie de l'agence (Amihud et Lev, 1999) et les défenseurs d'une approche stratégique (Lane et al., 1999), Denis et al. (1999) ont souligné la nécessité de mener des études interdisciplinaires dans des contextes nationaux variés. Les recherches menées en ce sens (Collin et Bengtson, 2000 ; Gourlay et Seaton, 2004 ; Ramaswamy et al.,

2002 ; Zhang et Li, 2006 ; Goranova et al., 2007) ont certes apporté des éclairages nouveaux mais n'ont pas permis de trancher sur la question. De nouveaux éclairages sur ce problème s'avèrent utiles. Nous proposons une double mise en contexte en appliquant la question au cas spécifique des entreprises familiales en France. Les recherches en France ont porté sur le lien entre la part du capital détenue par le dirigeant et le niveau de diversification (Godard, 2005) et sur le lien entre type d'actionnariat et type de diversification (reliée ou non relié) (Lacoste, Favoreau, Lavigne, Rigamonti, 2006 ; Lacoste, Lavigne, Rigamonti, 2009) mais la question du lien entre présence d'un bloc actionnarial et niveau de diversification reste à étudier. Il existe une diversité au sein des entreprises familiales en termes de structure de gouvernance (Miller et Le Breton-Miller, 2006). On peut donc distinguer les entreprises familiales pour lesquelles il existe un bloc actionnarial et celles pour lesquels l'actionnariat est plus dispersé. La question de la relation entre structure actionnariale et niveau de diversification peut donc se poser pour le cas des entreprises familiales. Toutefois, les spécificités des entreprises familiales conduisent à supposer une absence de lien entre structure actionnariale et niveau de diversification. En effet, les approches théoriques ayant contribué à critiquer l'hypothèse du lien négatif entre existence d'un bloc actionnarial et niveau de diversification s'appliquent tout particulièrement aux entreprises familiales. La théorie de l'intendance appliquée aux entreprises familiales (Miller, Le Breton Miller, 2006) conduit à supposer une absence de lien entre existence d'un bloc actionnarial et niveau de diversification. Etant donné les valeurs particulières véhiculées dans les entreprises familiales, les dirigeants sont soit liés à la famille soit conduits à se comporter en tant qu'intendants agissant dans l'intérêt de l'entreprise et non en tant qu'acteurs individualistes plus préoccupés par leurs intérêts propres que par ceux de l'organisation. L'attitude par rapport aux stratégies de diversification ne dépend donc pas du niveau de contrôle que pourraient exercer les actionnaires. Cette approche est renforcée par la prise en considération de la notion de valeur socio-émotionnelle développée par Gomez-Mejia et al. (2007).

H2a. Dans les entreprises non-familiales, il y a une relation négative entre l'existence d'un bloc actionnarial et le niveau de diversification.

H2b. Dans les entreprises familiales, il n'y a pas de relation entre existence d'un bloc actionnarial et niveau de diversification.

### **2.3. ENTREPRISES FAMILIALES ET TYPE DE DIVERSIFICATION**

Les précédentes recherches sur les stratégies de diversification dans les entreprises familiales (Anderson et Reeb, 2003b ; Jones et al., 2008 ; Gomez-Mejia et al., 2010) n'ont pas porté sur le type de diversification (reliée ou non-reliée). Dans leur article récent, Gomez-Mejia et al. (2010) soulignent d'ailleurs que cette question constitue une voie pour des recherches futures. C'est cette voie que nous proposons d'explorer. On pourrait supposer, en suivant Scchleifer et Vishny (1986), que les entreprises familiales poursuivront une diversification plutôt non reliée car celle-ci est plus à même de permettre une diminution du risque. Cependant, cet argument de la diminution du risque peut être appliqué à l'inverse. En effet, d'un point de vue managérial, il est moins complexe de gérer un ensemble d'activités reliées. De fait, une diversification reliée limite le risque en termes de complexité managériale. En outre, comme le montrent Mejjia et al. (2007), les entreprises familiales tendent à adopter des stratégies plutôt conservatrices et cherchent à éviter le recours à des expertises managériales externes à la famille afin de conserver le contrôle de l'entreprise. Or, la diversification non reliée implique un accroissement de la complexité managériale, un changement stratégique et l'appel à de nouvelles expertises. On suppose donc que les entreprises familiales, lorsqu'elles sont diversifiées, tendront à adopter une diversification reliée.

H3. Pour les entreprises diversifiées, il y a une relation positive entre caractère familial et diversification reliée.

## **3. METHODOLOGIE ET COLLECTE DES DONNEES**

### **3.1. ECHANTILLON**

Notre échantillon initial est constitué des entreprises du SBF250 à la fin de l'année 2008. Nous avons retiré de cet échantillon les entreprises appartenant au secteur bancaire et au secteur de l'assurance. Nous avons également exclu les sociétés pour lesquelles les données nécessaires à notre étude étaient insuffisantes. Notre échantillon final se compose de 207 entreprises françaises industrielles, de service et de distribution, parmi lesquelles 77 ont été identifiées comme étant des entreprises familiales. Les données concernant l'actionnariat et la diversification ont été collectées par nos soins à partir des rapports annuels et des sites internet des entreprises. Les autres données proviennent de la base de données MINT (Bureau Van Dijk).

### 3.2. MESURES DES VARIABLES PRINCIPALES

Afin de mesurer le niveau de diversification et d'en évaluer le type (reliée ou non reliée), nous avons utilisé les catégories développées par Rumelt (1982). Pour chaque entreprise de notre échantillon, nous avons relevé sur le site internet ou dans le rapport annuel 2008 l'ensemble des activités. Nous avons ensuite établi des groupes d'activités reliées. Les activités sont considérées comme étant reliées lorsqu'elles reposent sur l'utilisation de ressources et compétences similaires. Pour les entreprises françaises, en l'absence de classification systématique du type codes SIC (*Standard Industry Classification*) cela suppose une évaluation qualitative. Nous avons souvent utilisé les regroupements proposés par les entreprises elles-mêmes sur leur site internet ou dans leur rapport annuel. Lorsque ce n'était pas possible, les deux auteurs ont effectué le regroupement chacun de leur côté et ont ensuite comparé leurs résultats pour établir un regroupement. Nous avons ensuite calculé le ratio de spécialisation (la part de l'activité la plus importante dans le chiffre d'affaires) et le ratio de relation (la part du groupe d'activités le plus important dans le chiffre d'affaires). L'entreprise est considérée comme étant à activité unique lorsque le ratio de spécialisation est supérieur à 0,95 ; à activité dominante lorsque le ratio de spécialisation est compris entre 0,7 et 0,95 ; à activités reliées lorsque le ratio de spécialisation est inférieur à 0,7 et le ratio de relation supérieur à 0,7 ; à activités non reliées lorsque le ratio de spécialisation et le ratio de relation sont tous deux inférieurs à 0,7. Pour effectuer les tests statistiques, nous avons établi une variable binaire mesurant le niveau de diversification : les entreprises à activité unique ou à activité dominante sont considérées comme pas ou peu diversifiées et les entreprises à activités reliées et à activités non reliées sont considérées comme diversifiées. Pour mesurer le type de diversification, au sein des entreprises diversifiées, nous avons distingué par une autre variable binaire les entreprises à activité reliées et celles à activités non reliées.

Pour identifier les entreprises familiales, nous avons choisi ici de retenir la définition de Davis et Tagiuri (1982), « *Organisation où deux ou plusieurs membres de la famille étendue influencent la direction de l'entreprise à travers l'exercice des liens de parenté, des postes de management, ou des droits de propriété sur le capital* ». On retrouve bien les notions de contrôle, direction et transmission évoquées plus haut, mais sans seuil minimum de droits de vote. En effet, il semble difficile de fixer une limite pour la part de la famille : en retenant un seuil minimum de 20% par exemple, Bouygues ou Pernod Ricard ne sont pas des entreprises familiales, alors que la famille détient une part significative du capital, qui lui permet

d'exercer une influence certaine, et qu'il y a bien transmission puisque les fils des dirigeants le sont aujourd'hui.

Enfin, pour caractériser l'actionnariat des sociétés de l'échantillon, nous avons retenu la part du principal actionnaire, le nombre d'actionnaires détenant une part supérieure à 5% et la présence d'un actionnaire majoritaire (mesurée par une variable binaire, égale à un si un actionnaire détient plus de 50% des actions). Ces trois variables permettent de rendre compte de la concentration / dispersion de l'actionnariat, ainsi que de l'influence que peut avoir un actionnaire majoritaire.

### 3.3. VARIABLES DE CONTROLE

Dans la lignée des recherches précédentes portant sur la diversification des entreprises familiales, nous avons retenu quatre variables de contrôle. L'âge et la taille de l'entreprise sont susceptibles d'influencer la diversification. L'âge de l'entreprise a été mesuré par le « 2008-date de création » et la taille a été exprimée par le logarithme népérien du total de l'actif. Le niveau d'endettement peut avoir une relation d'une part avec le caractère familial (le fait d'être une entreprise familiale induit des comportements particuliers en termes de choix de financement et d'investissement), et d'autre part avec la diversification. La structure financière a été évaluée par le ratio Dettes financières / Capitaux propres en valeur comptable. Nous avons également pris en considération une variable d'expression de la performance mesurée par le ROE (Résultat net / Capitaux propres).

### 3.4. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Les statistiques descriptives présentant l'échantillon figurent dans le tableau suivant.

Tableau 1 : Nombre d'entreprises familiales et d'entreprises diversifiées dans l'échantillon

<b>Echantillon total 207</b>	Nombre	% de l'échantillon
Entreprises familiales	77	37,2%
Entreprises avec un actionnaire majoritaire	74	35,8%
Entreprises diversifiées	109	52,7%

L'échantillon final se compose de 207 entreprises. Un peu plus de 37% de ces firmes sont familiales, plus de la moitié sont diversifiées, et un plus d'un tiers (35,8%) ont un actionnaire principal.

Tableau 2 : Différences entre entreprises familiales et entreprises non familiales

	Moyennes			t-test
	Total	Non FAM	FAM	
Nombre d'observations	207	130	77	
Part principal actionnaire	37,8	32,3	47,4	***
Nombre d'actionnaires > 5%	2,53	2,55	2,51	NS
Structure financière	0,56	0,62	0,46	NS
ROE	12.9%	12.4%	13.8%	NS
Total actif (en K€)	7 452	9061	4735	**
Age	50,4	45,5	58,6	**

NS : Non significatif

\*, \*\*, \*\*\* : significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%

37% des entreprises étudiées sont familiales. La part du principal actionnaire s'élève en moyenne à 37,8% avec une différence très significative entre les entreprises familiales et les entreprises non familiales. L'actionnariat est effectivement plus concentré dans les entreprises familiales avec un niveau moyen de 47,4%. Il n'y a pas de différence significative entre entreprises familiales et entreprises non familiales au niveau de la structure financière, de la performance exprimée par le ROE et du nombre d'actionnaires possédant plus de 5% du capital. En revanche, la taille et l'âge sont significativement différents dans les deux types d'entreprises, les familiales étant en moyenne plus âgées et plus petites.

Dans le tableau suivant, nous présentons les corrélations entre les variables explicatives.

Tableau 3 : Corrélations entre les variables explicatives

	1	2	3	4	5	6	7
1 Familial (0 / 1)	1						
2 Part principal actionnaire	0,325***	1					
3 Nombre d'actionnaires > 5%	-0,013	-0,176***	1				
4 Taille	-0,092	-0,319***	-0,250***	1			
5 Structure financière	-0,084	-0,089	0,020	0,264***	1		
6 ROE	0,054	0,045	-0,015	-0,058	-0,107	1	
7 Age	0,141**	-0,023	-0,072	0,334***	0,022	0,018	1

\*, \*\*, \*\*\* : significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%

Plus la taille de l'entreprise est importante, moins l'actionnariat est concentré et plus l'endettement est élevé. Il est relativement logique de constater également que plus les entreprises sont âgées, plus leur taille est importante. On retrouve en outre les résultats du tableau précédent avec un lien positif et significatif entre la part du principal actionnaire et le caractère familial de l'entreprise. Il semble que la structure financière et la performance ne

sont pas liées à l'actionnariat (caractère familial, part de l'actionnaire principal et nombre d'actionnaires détenant une part supérieure à 5%).

## 4. RESULTATS

### 4.1. TESTS DE MOYENNES

Tableau 4 : Résultats des tests de moyenne selon le niveau de diversification

	Echantillon total (207)		T test
	Non diversifiées (98)	Diversifiées (109)	
Familial (0/1)	0,27	0,47	-3,06***
Part principal actionnaire	40,5	35,4	1,64*
Actionnaire majoritaire (0/1)	0,42	0,30	1,74*
Nombre d'actionnaires > 5%	2,52	2,54	NS
Taille	13,71	14,37	-2,60***
Structure financière	0,548	0,572	NS
ROE	14,7%	11,3%	1,92**
Age	41,2	58,7	-2,85***

NS : Non significatif

\*, \*\*, \*\*\* : significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%.

Les résultats montrent que les entreprises familiales sont en moyenne plus diversifiées que les entreprises non familiales. En effet, 43% des entreprises familiales sont diversifiées, contre 28% des entreprises non familiales, ce résultat est significatif à 1%. D'autres variables sont significatives entre les deux groupes de firmes (diversifiées ou non diversifiées). D'abord la part du principal actionnaire, elle s'élève en moyenne à 40,5% pour le groupe des entreprises non diversifiées contre 35,4% pour les entreprises diversifiées. Ce résultat est confirmé par la variable « majoritaire » : les entreprises qui ont des actionnaires majoritaires sont en moyenne moins diversifiées. La taille et l'âge de l'entreprise permettent également de différencier les stratégies de diversification. Enfin, on note une meilleure rentabilité financière pour les firmes non diversifiées. Le niveau d'endettement et le nombre d'actionnaires détenant une part du capital supérieure à 5% ne permettent pas d'établir une différence entre entreprises diversifiées et non diversifiées.

Tableau 5 : Résultats des tests de moyenne selon le niveau de diversification dans les entreprises non familiales et familiales

	Entreprises non familiales (130)		T test	Entreprises familiales (77)		T test
	Non diversifiées (72)	Diversifiées (58)		Non diversifiées (26)	Diversifiées (51)	
Part principal actionnaire	36,9	26,3	2,70***	50,7	45,7	NS
Actionnaire majoritaire (0/1)	0,32	0,14	2,45**	0,67	0,51	NS
Nombre d'actionnaires > 5%	2,43	2,69	NS	2,77	2,37	NS
Taille	13,81	14,65	-2,45**	13,43	14,04	-1,67*
Structure financière	0,561	0,69	NS	0,51	0,438	NS
ROE	14,50%	9,80%	1,93*	15,30%	13,10%	NS
Age	38,3	54,6	-1,80*	49,27	63,41	-1,75*

NS : Non significatif

\*, \*\*, \*\*\* : significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%.

Pour les entreprises non familiales, la part du principal actionnaire est en moyenne plus élevée dans les entreprises non diversifiées. Ceci confirmé par la variable « majoritaire » : la présence d'un actionnaire majoritaire permet de différencier entreprises diversifiées et entreprises non diversifiées. Il est intéressant de noter que, comme pour l'échantillon total, les entreprises non familiales qui ne sont pas diversifiées affichent une performance nettement supérieure à celles qui sont diversifiées.

Les résultats au niveau des entreprises familiales et des entreprises non familiales sont très contrastés. La part de l'actionnaire principal et la présence d'un actionnaire majoritaire permettent de séparer les entreprises non familiales selon le niveau de diversification, mais ce n'est pas le cas pour les entreprises familiales.

Tableau 6 : Résultats des tests de moyenne selon le type de diversification

	Entreprises diversifiées (109)		T test
	Diversification reliée (92)	Diversification non reliée (17)	
Familial (0/1)	0,49	0,35	NS
Part principal actionnaire	36,8	27,6	-1,88*
Actionnaire majoritaire (0/1)	0,34	0,12	-1,82*
Nombre d'actionnaires > 5%	2,65	2,52	NS
Taille	14,16	15,45	2,93***
Structure financière	0,56	0,61	NS
ROE	10,3%	16,9%	2,29**
Age	59,15	56,29	NS

NS : Non significatif

\*, \*\*, \*\*\* : significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%.

Il n'y a pas de différence en termes de type de diversification entre les entreprises familiales et les entreprises non familiales. Seules les variables « part du principal actionnaire », « existence d'un actionnaire majoritaire », « performance » et « taille » permettent de distinguer les deux types de diversification.

#### 4.2. ANALYSES MULTIVARIEES

Nos variables dépendantes étant des variables binaires 0-1 (niveau de diversification, et type de diversification), nous avons réalisé des régressions logistiques binaires. Pour chaque hypothèse, plusieurs modèles ont été testés, afin d'éviter tout problème de multicolinéarité entre les variables explicatives.

Tableau 7 : Résultats des régressions logistiques selon le niveau de diversification

Variable dépendante = 1 si la firme est diversifiée (109 / 207)			
Signification du Chi deux	23,04***	15,16***	16,22***
Pseudo R <sup>2</sup>	0,105	0,071	0,075
% correct	64,7%	57,5%	60,4%
MODELES	1	2	3
Familial (0/1)	1,06***	–	–
Part du principal actionnaire	–	-0,01	–
Nombre d'actionnaires > 5%	0,09	–	–
Majoritaire (0/1)	–	–	-0,56*
Taille	0,26***	–	–
Levier	-0,10	-0,04	-0,06
ROE	-2,49**	-2,31*	-2,27*
Age	–	0,01***	0,01***
Constante	-3,83***	0,27	0,08

NS : Non significatif

\*, \*\*, \*\*\* : significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%.

Conformément à notre hypothèse 1, un actionnariat familial augmente la probabilité que l'entreprise choisisse une stratégie de diversification, la présence d'un actionnaire majoritaire a l'effet inverse. Par contre, la part du principal actionnaire n'est pas significative pour expliquer le niveau de diversification. L'âge et la taille influencent positivement le niveau de diversification. Il apparaît enfin clairement un lien négatif entre la performance et la diversification.

Tableau 8 : Résultats des régressions logistiques selon le type d'actionnariat, familial ou non.

Variable dépendante = 1 si la firme est diversifiée						
	Entreprises familiales (51 / 77)			Entreprises non familiales (72 / 130)		
<b>Signification du Chi deux</b>	4,89	<b>7,61*</b>	4,35	<b>14,25***</b>	<b>15,19***</b>	<b>8,73*</b>
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0,060	0,090	0,060	0,104	0,110	0,065
<b>% correct</b>	70,1%	71,4%	70,1%	66,2%	67,7%	63,1%
<b>MODELES</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Part du principal actionnaire	-0,01	–	–	<b>-0,02**</b>	–	–
Nombre d'actionnaires > 5%	–	–	-0,17	–	–	0,12
Majoritaire (0/1)	–	-0,83	–	–	<b>-1,28***</b>	–
Taille	–	–	0,24	<b>0,17*</b>	–	–
Levier	–	-0,67	–	0,03	0,05	0,08
ROE	-2,84	-3,39	-2,45	<b>-2,60*</b>	<b>-2,81**</b>	<b>-2,60*</b>
Age	<b>0,01*</b>	0,01	–	–	<b>0,01**</b>	<b>0,01*</b>
Constante	0,70	1,25	-1,86	-1,72	-0,04	-0,6

\*, \*\*, \*\*\* : significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%.

Les analyses réalisées sur l'échantillon des entreprises familiales sont très peu significatifs, et seul l'âge de l'entreprise contribue (faiblement) à expliquer la diversification. Les variables caractérisant l'actionnariat n'expliquent en rien le niveau de diversification des entreprises familiales, ce qui confirme notre hypothèse 2a. Dans l'échantillon des entreprises non familiales, aussi bien la part du principal actionnaire que la présence d'un majoritaire augmentent la probabilité que l'entreprise ne soit pas diversifiée, ce qui confirme notre hypothèse 2b. Comme pour l'échantillon total, la taille et l'âge ont une influence positive sur la diversification, et les entreprises diversifiées sont moins performantes. Le niveau d'endettement ne semble pas jouer de rôle dans le choix d'une stratégie de diversification.

Tableau 9 : Résultats des régressions logistiques selon le type de diversification

<b>Variable dépendante = 1 si la firme a une diversification reliée ( 92 / 109)</b>			
<b>Signification du Chi deux</b>	<b>13,94***</b>	<b>9,43**</b>	<b>9,93**</b>
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0,120	0,083	0,087
<b>% correct</b>	<b>85,30%</b>	<b>84,40%</b>	<b>84,40%</b>
<b>MODELES</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Familial (0/1)	0,57	–	–
Part du principal actionnaire	–	<b>0,03**</b>	–
Majoritaire (0/1)	–	–	<b>1,59**</b>
Taille	<b>-0,43***</b>	–	–
Levier	0,30	0,15	0,15
ROE	<b>-7,22**</b>	<b>-7,44**</b>	<b>-6,86**</b>
Age	–	0,00	0,00
Constante	8,64***	1,64**	2,17***

Contrairement à notre hypothèse 3, un actionnariat familial n’influence pas le type de diversification. Par contre, plus la part de l’actionnaire principal est élevée, plus il est probable que l’entreprise suive une stratégie de diversification reliée ; la présence d’un actionnaire majoritaire a le même effet. Encore une fois, la structure financière ne semble pas avoir de lien avec la stratégie choisie. Les entreprises ayant optée pour une diversification non reliée sont de plus grandes taille, et cette stratégie a une influence négative sur leur performance.

## **5. DISCUSSION**

### **5.1. NIVEAU DE DIVERSIFICATION : DIFFERENCES ENTRE ENTREPRISES FAMILIALES ET ENTREPRISES NON FAMILIALES**

Les résultats infirment donc notre hypothèse 1, selon laquelle les entreprises familiales sont en moyenne moins diversifiées que les entreprises non familiales. Ceci est contraire aux résultats obtenus dans les recherches précédentes par Anderson et Reeb (2003b) et Gomez-Mejia et *al.* (2010). Une première explication de cette différence de résultat peut tenir à l’influence du comportement vis-à-vis du risque. Anderson et Reeb (2003b) avaient supposé que les entreprises familiales seraient plus diversifiées que les non familiales car elles cherchent plus à limiter le risque. Leurs résultats ne confirment pas cette hypothèse. En revanche, nos résultats la confirment. Toutefois, cette explication liée au risque a été

largement minimisée par Gomez-Mejia et al. (2010). Ils montrent en effet que la relation des managers et actionnaires au risque dépend fortement du contexte de prise de décision. Dans le cadre des entreprises familiales, de nombreux facteurs liés à la préservation de la valeur socio-émotionnelle tels que la volonté de maintenir le contrôle familial, de protéger les membres de la famille, de perpétuer des stratégies conservatrices, d'éviter le recours à la dette, et de réserver aux membres de la famille les postes clés au sein de l'entreprise contribuent à limiter le recours à la diversification. La volonté de limiter le risque ne peut donc pas être un facteur explicatif unique.

Une deuxième explication de la différence dans nos résultats peut être liée aux particularités des entreprises françaises. La différence principale entre notre étude et les deux études précédentes est qu'elle a été menée dans le contexte français alors que celles-ci l'ont été dans le contexte américain. Il est possible que les entreprises familiales françaises soient plus averses au risque que les entreprises américaines. L'aversion au risque jouerait alors un rôle plus important que les facteurs liés à la préservation de la valeur socio-émotionnelle.

Une troisième explication peut être identifiée lorsqu'on analyse les différences dans notre échantillon et dans ceux d'Anderson et Reeb (2003b) et Gomez-Mejia et al. (2010) au niveau de la taille et de l'âge des entreprises. On remarque en effet dans nos résultats que la taille et l'âge sont deux variables qui expliquent fortement les différences entre entreprises familiales et non familiales en termes de niveau de diversification. Dans notre échantillon, comme dans celui d'Anderson et Reeb (2003b), les entreprises familiales sont en moyenne deux fois plus petites que les entreprises non familiales. En revanche, dans l'échantillon de Gomez-Mejia et al. (2010), il n'y a pas de différence de taille entre ces deux types d'entreprises. La taille des entreprises familiales étudiées peut donc expliquer les différences de résultat entre notre étude et celle de Gomez-Mejia et al. (2010) (mais pas avec celle d'Anderson et Reeb, 2003b).

L'analyse des différences au niveau de l'âge apporte un niveau d'explication plus intéressant. Dans notre échantillon, les entreprises familiales sont significativement plus âgées que les non familiales. En revanche, dans l'échantillon d'Anderson et Reeb (2003b) elles sont plus jeunes et dans l'échantillon de Gomez-Mejia et al. (2010) il n'y a pas de différence significative mais l'échantillon total d'entreprises étudiées est beaucoup plus jeune que le notre (29 ans contre 50 ans). Donc, dans l'étude de Gomez-Mejia et al. (2010), les entreprises de l'échantillon sont jeunes et les familiales sont moins diversifiées que les non familiales. Dans celui d'Anderson et Reeb (2003b), les entreprises familiales sont plus jeunes et moins diversifiées que les entreprises non familiales. Dans notre échantillon, les entreprises familiales sont plus âgées et

plus diversifiées que les entreprises non familiales. On pourrait penser soit que les entreprises familiales se diversifient plus tard que les entreprises non familiales, soit qu'avec l'âge les entreprises familiales ont plus tendance à se diversifier que les entreprises non familiales. Cette seconde idée pourrait expliquer pourquoi dans notre échantillon l'influence des valeurs socio-émotionnelles n'est pas aussi importante que dans l'étude de Gomez-Mejia et al. : il est possible qu'au fil des années, l'influence des facteurs liés à la valeur socio-émotionnelle diminue. Ces valeurs primordiales pour le fondateur et sa génération ont peut être moins d'importance à la deuxième ou troisième génération.

Deux autres facteurs peuvent expliquer les différences de résultats entre notre étude et celle d'Anderson et Reeb (2003b) et Gomez-Mejia et al. (2010). En effet, comme l'on souligné Lane et al. (1999), le choix du mode de mesure de la diversification influence fortement les résultats des analyses portant sur le lien entre structure actionnariale et niveau de diversification. De la même manière, Westhead et Cowling (1998) ont montré qu'il existe une grande variance dans les modes d'évaluation du caractère familial d'une entreprise. Pour compléter notre discussion sur cette première hypothèse, il convient donc de préciser les différences dans les modes de mesure des variables. Anderson et Reeb (2003b) utilisent les codes SIC (Standard Industry Classification) et mesurent la diversification par une variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise réalise son Chiffre d'Affaires sur plus d'une activité (la différence entre activités se faisant au plus précis, soit à 4 chiffres). Gomez-Mejia et al. (2010) définissent la différence entre activités de la même manière, mais ils utilisent ensuite la mesure d'entropie ( $\text{entropie} = \sum_i [P_i \times \ln(1/P_i)]$ ) où  $P_i$  représente la proportion de Chiffre d'Affaires attribuable à l'activité  $i$ ). Dans notre étude, en l'absence de données reposant sur la mesure des codes SIC, nous avons utilisé une mesure qualitative basée sur la classification de Rumelt (1982) que nous avons réduite ensuite à deux variables binaires (diversifié ou non et diversification reliée ou non). En ce qui concerne le caractère familial de l'entreprise, Anderson et Reeb (2003b) considère l'entreprise comme familiale lorsque la famille fondatrice détient des actions (sans seuil minimum) ou lorsque un ou plusieurs membre(s) de la famille siège(nt) au conseil d'administration. Pour Gomez-Mejia et al. (2010), il faut que deux directeurs au moins aient une relation familiale et que les parts des actions détenues par la famille représentent plus de 10% des droits de vote. Dans notre étude, pour que nous considérions l'entreprise comme familiale il faut qu'au moins deux membres de la famille siègent au conseil d'administration ou aient un poste clé dans le management et que la famille détienne des actions (sans seuil minimum). Ces différences de mesure de la

diversification et du caractère familial peuvent contribuer à nuancer les différences dans les résultats de l'analyse.

## **5.2. NIVEAU DE DIVERSIFICATION : INFLUENCE DES BLOCS D'ACTIONNAIRES DANS LES ENTREPRISES FAMILIALES ET DANS LES ENTREPRISES NON FAMILIALES**

Notre analyse montre que le caractère familial joue un rôle important puisque les résultats sont inversés dans les deux sous-échantillons selon la nature de l'actionnariat de l'entreprise. Les entreprises familiales sont en moyenne plus diversifiées, mais ni la part de l'actionnaire principal, ni la présence d'un majoritaire ne sont significatives. En revanche, les entreprises non familiales sont moins diversifiées et la présence d'un actionnaire majoritaire ainsi que la part de l'actionnaire principal influencent négativement le niveau de diversification. En ce qui concerne les entreprises non familiales notre étude confirme les résultats obtenus dans le cadre des études inscrites dans le courant de la théorie de l'agence (voir en particulier Amihud et Lev, 1981 ; Berger et Ofek, 1996 ; Dennis et *al.*, 1997). L'existence d'un bloc d'actionnaires influence négativement le niveau de diversification. Cette confirmation est d'autant plus intéressante que notre mode de mesure de la diversification est différent de celui utilisé dans le cadre de ces trois études passées. Ainsi le lien négatif se vérifie avec un nouveau mode de mesure de la diversification. En revanche, cela semble entrer en contradiction avec les résultats obtenus dans le cadre des approches stratégiques (Lane et *al.*, 1998) ou de la théorie de l'intendance (Fox et Hamilton, 1994). Pourtant, d'une certaine manière, notre étude renforce ces deux approches. En effet, il est tout particulièrement intéressant de comparer les résultats pour les entreprises non familiales et pour les entreprises familiales. En ce qui concerne les premières, nos résultats semblent confirmer ceux des tenants de la théorie de l'agence. En revanche, en ce qui concerne les secondes, comme dans le cadre des études inscrites dans le courant stratégique et dans celui de la théorie de l'intendance, nous ne trouvons pas de lien entre existence d'un bloc actionnarial et niveau de diversification. Ainsi, comme l'ont montré plusieurs études précédentes (Collin et Bengtson, 2000 ; Gourlay et Seaton, 2004 ; Ramaswamy et *al.*, 2002 ; Zhang et Li, 2006 ; Singh et *al.*, 2004 ; Goranova et *al.*, 2007), la prise en compte du contexte est particulièrement importante lorsqu'il s'agit d'étudier la relation entre structure actionnariale et diversification. Il apparaît que les caractéristiques de l'entreprise familiale contribuent à créer un contexte qui influence fortement la relation entre existence d'un bloc actionnarial et niveau de diversification. Nos résultats renforcent donc les recherches sur l'entreprise familiale qui contribuent à mettre en

avant ses spécificités, en particulier en ce qui concerne les relations d'agence ou d'intendance entre actionnaires et managers (Miller, Le Breton-Miller, 2006).

### **5.3. TYPE DE DIVERSIFICATION : DIFFERENCES ENTRE ENTREPRISES FAMILIALES ET ENTREPRISES NON FAMILIALES**

Nos résultats ne font pas apparaître de différence entre entreprises familiales et entreprises non familiales en ce qui concerne le type de diversification. Nous avons fait l'hypothèse d'un recours plus élevé à la diversification reliée par les entreprises familiales du fait d'une volonté de réduire les risques. En effet, la diversification reliée semble présenter moins de risques en termes de complexité managériale. L'existence de liens entre les activités en termes de ressources et compétences réduit la complexité et donc le risque d'échec et cela réduit également le risque de contre-performance financière (Markides et Williamson, 1994 ; Robins et Wiersema, 1995). Nos résultats infirment notre hypothèse. Cela permet de prolonger la discussion relative à la première hypothèse. On peut supposer que l'aversion au risque n'est peut-être pas le facteur majeur d'influence dans la stratégie de diversification. Cela contribue ainsi à mettre en avant nos autres explications des différences entre nos résultats et ceux d'Anderson et Reeb (2003b) et Gomez Mejia et *al.* (2010). Toutefois, cette interprétation de l'influence de l'aversion au risque est complexe dans le cas de l'analyse du type de diversification. En effet, la diversification reliée présente un risque faible en ce qui concerne la complexité managériale. Cependant, la diversification non reliée permet également de diminuer les risques en permettant de les répartir sur plusieurs activités différentes. Ainsi l'absence de différence en termes de type de diversification entre entreprises familiales et entreprises non familiales ne permet pas véritablement de conclure sur la relation au risque. En revanche, il convient de noter que si les spécificités des entreprises familiales influencent les choix stratégiques en termes de niveau de diversification, ce n'est pas le cas en ce qui concerne le type de diversification.

### **Conclusion**

La question du lien entre structure de l'actionnariat et stratégie de diversification a donné lieu à de nombreux travaux, et pourtant peu ont été consacrés à l'influence du caractère familial de l'entreprise alors que celui-ci conduit à une particularité due à l'imbrication entre famille et entreprise. Nous avons ici proposé un éclairage nouveau sur ce lien entre diversification et structure de l'actionnariat, en travaillant dans le contexte particulier des entreprises familiales.

Nos résultats permettent de mettre en évidence plusieurs caractéristiques. D’abord, il apparaît un lien positif et significatif entre le niveau de diversification et le caractère familial de l’entreprise : les entreprises familiales sont en moyenne plus diversifiées que les entreprises non familiales. Ensuite, les résultats obtenus sur les deux sous-échantillons, familial ou non, sont opposés, mettant aussi en évidence la particularité des entreprises familiales. En effet, pour ces dernières, les variables caractérisant l’actionnariat (part de l’actionnaire principal, présence d’un majoritaire) ne permettent pas d’expliquer le niveau de diversification. En revanche, dans l’échantillon des non familiales, le niveau de diversification est significativement et négativement influencé par la part du principal actionnaire et par la présence d’un majoritaire. Enfin, le type de diversification (reliée ou non) n’est pas lié au caractère familial de l’entreprise.

Ces résultats confirment l’intérêt de continuer les travaux sur les entreprises familiales, forme de propriété prépondérante dans le monde, et qui présentent des particularités importantes en terme de gestion. Dans le futur, il est envisagé de poursuivre ce travail en ajoutant des données sur le risque, la performance, et des variables permettant d’affiner la description des entreprises familiales (identité du dirigeant, génération...), afin de mieux comprendre et expliquer les raisons pour lesquelles leur stratégie de diversification est différente de celle des non familiales.

## BIBLIOGRAPHIE

- Allouche J., Amann B., Garaudel P., (2006), “Performances et caractéristiques financières comparées des entreprises familiales et non familiales : le rôle modérateur de la cotation en bourse et du degré de contrôle actionnarial”, *Cahiers de recherche du GREGOR*, <http://gregoriae.univ-paris1.fr/accueil>
- Allouche J., Amann B., (1998), “La confiance, une explication aux performances des entreprises familiales”, *Economie et Société, série sciences de gestion*, Vol. 25, p. 129-154.
- Allouche J., Amann B.,(2000), “L’entreprise familiale : un état de l’art”, *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 3, n° 1, p. 33-79.
- Allouche J., Amann B., (2002), “L’actionnaire dirigeant de l’entreprise familiale”, *Revue Française de Gestion*, Vol. 141, p. 109-130
- Amihud Y., Lev B. (1981), “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, Issue 2, p. 605-617.
- Amihud Y., Lev B. (1999), “Does Corporate Ownership Structure Affects its Strategy Towards Diversification?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 20, Issue 11, p. 1063-1069.
- Anderson R.C., Reeb D.M., (2003a), “Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, vol. 58, Issue 3, p. 1301-1328.
- Anderson R., Reeb, D. (2003b), “Founding Family Ownership, Corporate Diversification and Firm Leverage”, *Journal of Law & Economics*, Vol. 46, Issue 2, p. 653-680.
- Arrègle J.-L., Durand R., Véry P. (2004) “Origine du capital social et avantages concurrentiels des firmes familiales”, *M@n@gement*, Vol. 7, n°2, p. 13-36.
- Arrègle J.-L., Hitt M., Sirmon D., Véry P. (2007), “The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms”, *Journal of Management Studies*, Vol. 44, Issue 1, p. 73-95.
- Athanassiou N., Crittenden W., Kelly L., Marquez P. (2002), “Founder centrality effects on the Mexican family firm's top management group: firm culture, strategic vision and goals, and firm performance”, *Journal of World Business*, Vol. 37, Issue 2, p. 139-150.

- Berger P., Ofek E. (1995), "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, Issue 1, p. 39-65.
- Berger P., Ofek E. (1996), "Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms", *Journal of Finance*, Vol. 5, Issue 4, p. 1175-1200.
- Bubolz M. (2001), "Family as Source, User and Builder of Social Capital", *Journal of Socio-Economics*, Vol. 30, Issue 2, p. 129-131.
- Casson M. (1999), "The Economics of Family Firms", *Scandinavian Economic History Review*, Vol. 47, p. 10-23
- Chami R. (1999), "What is Different about Family Business?", *International Monetary Fund Working Paper*
- Collin S.-O., Bengtsson L. (2000), "Corporate Governance and Strategy: a Test of the Association between Governance Structures and Diversification on Swedish Data", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 8, Issue 2, p. 154-165.
- Davis J., Schoorman F., Donaldson L. (1997), "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, Vol. 22, Issue 1, p. 20-47.
- Denis D., Denis D., Sarin A. (1999), "Agency Theory and the influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies", *Strategic Management Journal*, Vol. 20, Issue 11, p. 1071-1076.
- Denis D., Denis D., Sarin A. (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification", *Journal of Finance*, Vol. 52, Issue 1, p. 135-160.
- Donaldson L., Davis J. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, Issue 1, p. 49-65.
- Donaldson L. (1990), "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory.", *Academy of Management Review*, Vol. 15, Issue 3, p. 369-381.
- Donckels R., Fröhlich E. (1991), "Are Family Businesses Really Different? European Experiences from STRATOS", *Family Business Review*, Vol. 4, Issue 2, p. 149-160.
- Eisenhardt K. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol. 14, Issue 1, p. 57-74.
- Faccio M., Lang L., Young L. (2001), "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, Vol. 91, Issue 1, p. 54-78.
- Fox M., Hamilton R. (1994), "Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory", *Journal of Management Studies*, Vol. 31, Issue 1, p. 69-81.
- Godard L. (2005), "Stratégie de diversification et structure de propriété des entreprises françaises", *Banque et Marchés*, n° 79, novembre-décembre, p. 44-54.
- Gomez-Mejia L., Haynes K., Nunez-Nickel M., Jacobson K., Moyano-Fuentes J. (2007), "Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52, Issue 1, p. 106-137.
- Gomez-Mejia L., Makri M., Larraza Kintana M. (2010), "Diversification decisions in Family-Controlled Firms", *Journal of Management Studies*, in press
- Goranova M., Alessandri T., Brandes P., Dharwadkar R. (2007), "Managerial Ownership and Corporate Diversification: a Longitudinal View", *Strategic Management Journal*, Vol. 28, Issue 3, p. 211-225.
- Gourlay A., Seaton J. (2004), "The determinants of firm diversification in UK quoted companies", *Applied Economics*, Vol. 36, Issue 18, p. 2059-2071.
- Gupta A., Govindarajan V. (1986), "Resource Sharing among SBUs: Strategic Antecedents and Administrative Implications", *Academy of Management Journal*, Vol. 29, Issue 4, p. 695-714.
- Handler W. (1990), "Succession in Family Firms: A Mutual Role Adjustment between Entrepreneur and Next-generation Family Members", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 15, Issue 1, p. 37-51.
- Hill C. (1985), "Diversified growth and competition: the experience of twelve large UK firms", *Applied Economics*, Vol. 17, Issue 5, p. 827-848.
- Jensen M., Meckling W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, p. 305-360.
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover », *American Economic Review*, Vol. 76, p. 323-329
- Jones C., Makri M., Gomez-Mejia L. (2008), "Affiliate Directors and Perceived Risk Bearing in Publicly Traded, Family-Controlled Firms: The Case of Diversification", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 32, Issue 6, p. 1007-1026.
- Lacoste D., Favoreau C., Lavigne S., Rigamonti E. (2006), "L'impact de la structure actionnariale sur les stratégies de diversification des grandes entreprises françaises", XV<sup>ème</sup> Conférence Internationale de Management Stratégique, Annecy / Genève 13-16 Juin
- Lacoste D., Lavigne S., Rigamonti E., (2009), "Les investisseurs institutionnels influencent-ils les stratégies ?", *Revue Française de Gestion*, Vol. 35, n° 197, p.35-48.

- Lane P., Cannella A., Lubatkin M. (1998), "Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, Issue 6, p. 555-579
- Lane P., Cannella A., Lubatkin M. (1999), "Ownership Structure and Corporate Strategy: One Question Viewed from Two Different Worlds", *Strategic Management Journal*, Vol. 20, Issue 11, p. 1077-1086.
- Lang L., Stulz R. (1994), "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, Issue 6, p. 1248-1281.
- Littunen H. (2003), "Management Capabilities and Environmental Characteristics in the Critical Operational Phase of Entrepreneurship: a Comparison of Finnish Family and Non-Family Firms", *Family Business Review*, Vol. 16, Issue 3, p. 183-197.
- Lubatkin M., Ling Y., Schulze W. (2007), "An Organizational Justice-Based View of Self-Control and Agency Costs in Family Firms", *Journal of Management Studies*, Vol. 44, Issue 6, p. 955-971
- Markides C., Williamson P. (1994), "Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 15, p. 149-165.
- Miller D., Le Breton-Miller I. (2006), "Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities", *Family Business Review*, Vol. 19, Issue 1, p. 73-87.
- Montgomery C. (1994), "Corporate Diversification", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 8, Issue 3, p. 163-178.
- Morck R., Yeung B., (2003), "Agency Problems in Large Family Business Groups", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol 7, Issue 4, p. 367-382.
- Neubauer F., Lank A.G. (1998), *The Family Business : Its Governance for Sustainability*, Mc Millan
- Penrose E. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford: Basil Blackwell.
- Ramaswamy K., Li M., Veliyath R. (2002), "Variations in Ownership Behavior and Propensity to Diversify: A Study of the Indian Corporate Context", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, Issue 4, p. 345-358.
- Rumelt R. (1982), "Diversification Strategy and Profitability", *Strategic Management Journal*, Vol. 3, p. 359-369.
- Robins J., Wiersema M. (1995), "A Resource-Based Approach to the Multibusiness Firm: Empirical Analysis of Portfolio Interrelationships and Corporate Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 16, p. 277-299.
- Schulze W., Lubatkin M., Dino R. (2003), "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, Issue 4, p. 473-491.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., Buchholtz, A. K. (2001), "Agency relationships in family firms: theory and evidence", *Organization Science*, Vol. 12, Issue 2, p. 99-116.
- Shleifer A., Vishny R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, p. 461-489.
- Singh M., Mathur I., Gleason K. (2004), "Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U.S. Firms", *Financial Review*, Vol. 39, Issue 4, p. 489-526.
- Sraer D., Thesmar D., (2007), "Performance and behavior of family firms: evidence from the french stock market", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, Issue 4, p. 709-751.
- Teal E.J., Upton N. & Seaman S.L. (2003), "A Comparative Analysis of Strategic Marketing Practice of High-Growth U.S. Family and Non-Family Firms", *Journal of Developmental Entrepreneurship*, Vol. 8, Issue 2, p. 117-195.
- Teece D. (1980), "Economies of Scope and the Scope of the Enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 1, p. 223-247
- Teece D. (1982), "Toward an Economic Theory of the Multiproduct Firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 3, p. 39-63
- Villalonga B., Amit R. (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, Volume 80, Issue 2, p. 385-417.
- Wernerfelt B. (1984), "A Resource-based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, Vol. 5, Issue 2, p. 171-180.
- Westhead P., Cowling M., (1998), "Family Firm Research: The need for a methodological Rethink", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 23, Issue 1, p. 31-56.
- Westhead P., Cowling M., Howorth C. (2001), "The Development of Family Companies: Management and Ownership Imperatives", *Family Business Review*, Vol. 14, Issue 4, p. 369-385
- Wiseman R., Gomez-Mejia L. (1998), "A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking", *Academy of Management review*, Vol. 23, Issue 1, p. 133-153.
- Zhang Y., Li X. (2006), "Ownership Structure and Corporate Diversification", *Business & Politics*, Vol. 8, Issue 1, p. 1-19.