



Institut des  
Politiques Publiques

RAPPORT IPP N°19 – Septembre 2018

# Changement de gouvernance et performances des entreprises

Laurent BACH  
Sophie COTTET  
Marion MONNET







L'Institut des politiques publiques (IPP) est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE-Ecole d'économie de Paris (PSE) et le Centre de Recherche en Economie et Statistique (CREST). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

[www.ipp.eu](http://www.ipp.eu)







RAPPORT IPP N°19 – Septembre 2018

# Changement de gouvernance et performances des entreprises

Laurent BACH  
Sophie COTTET  
Marion MONNET

# LES AUTEURS DU RAPPORT

**Laurent BACH** assistant professor à l'ESSEC et chercheur affilié à l'Institut des politiques publiques. Ses travaux de recherche sont consacrés à l'analyse quantitative des politiques publiques. Spécialiste de la finance d'entreprises, il a notamment travaillé sur les problématiques de gouvernance des entreprises.

Page personnelle : <http://https://sites.google.com/site/laurentbach/>

**Sophie COTTET** est économiste à l'Institut des politiques publiques. Diplômée de l'École nationale des statistiques et de l'administration économique (ENSAE Paris-Tech) où elle s'est spécialisée en méthodes statistiques pour l'économie, ses intérêts portent sur la fiscalité et sur les inégalités, et plus particulièrement sur l'évaluation des effets de politiques publiques.

Page personnelle : <http://www.ipp.eu/fr/annuaire/sophie-cottet/>

**Marion MONNET** est diplômée du Master de politiques publiques et développement de l'École d'économie de Paris en 2013. Elle a rejoint l'IPP en 2014, où ses recherches portent à présent sur le système socio-fiscal français, et sur l'évaluation des politiques publiques, notamment les politiques de l'éducation, du logement, et les politiques de soutien à l'innovation des entreprises.

Page personnelle : <http://www.ipp.eu/fr/annuaire/marion-monnet/>

# SYNTHÈSE DES RÉSULTATS

## Contexte et motivation de l'étude

- Chaque année en France, près de 75 000 entreprises connaissent un changement de leur mode de gouvernance, qu'il s'agisse d'un changement de direction ou d'un changement de l'actionnariat. Ces phases de transitions constituent un moment charnière pour la vie de l'entreprise, et posent naturellement la question de leurs conséquences sur les performances et sur la pérennité des entreprises, ainsi que du rôle que les politiques publiques peuvent jouer dans l'accompagnement de ces transitions.
- Depuis le début des années 2000, et à la suite de plusieurs rapports parlementaires s'alarmant du niveau relativement bas des transmissions intra-familiales d'entreprises, les gouvernements successifs ont mis en œuvre un ensemble de mesures visant à favoriser la conservation des entreprises dans le giron familial au détriment d'autres types de transmission. Or, de telles mesures seraient justifiées uniquement si les transmissions intra-familiales s'avéraient avoir des retombées positives plus importantes que les transmissions à un tiers, ce qui est loin d'être consensuel dans la littérature, empirique ou théorique, sur le sujet.
- L'objectif de cette étude est de contribuer à éclairer ce débat, en étudiant les conséquences d'un changement de mode de gouvernance sur les performances des entreprises. Nous étudions séparément les effets d'une reprise du

contrôle par une entité externe à l'entreprise de ceux induits par un changement intra- ou extra-familial de la direction, puis comparons les effets de ces différents types de transition.

- L'étude porte uniquement sur la population des entreprises patrimoniales – définies comme étant contrôlées par un nombre restreint d'individus – pour lesquelles les effets d'un changement de gouvernance ont été assez peu analysés, alors même qu'elles représentent une part substantielle du tissu des entreprises françaises et de l'emploi.

## **La constitution d'un panel d'entreprises patrimoniales inédit**

- Trois types de données sont mobilisés afin de construire un panel d'entreprises patrimoniales sur la période allant de 2000 à 2014 : des données sur la direction des entreprises qui permettent d'identifier des changements de direction (AMADEUS) ; des données sur la structure de l'actionnariat qui renseignent sur les liens entre les différentes entreprises ainsi que sur les changements d'actionnariat (AMADEUS et LIFI) ; et des données comptables et financières qui servent à calculer différents indicateurs de performance (FICUS-FARE).
- Au total, nous disposons, pour les années 2000 à 2014, d'un panel non cylindré de près de 210 000 entreprises patrimoniales à un moment sur la période allant de 2005 à 2013, parmi lesquelles environ 38 000 connaissent une transmission de leur capital à une entité externe, et 23 000 un changement de direction, intra- ou extra-familial, sur cette même période.
- Les informations comptables et financières issues des liasses fiscales FICUS et FARE nous permettent de construire différents indicateurs de performances utilisés pour mesurer l'effet d'un changement de gouvernance. Nous retenons

comme indicateurs de court terme la valeur ajoutée, la rentabilité des actifs et la productivité du travail ; et comme indicateurs de moyen à long terme le taux d'investissement, le ratio dettes sur actifs et les effectifs salariés moyens. Des indicateurs de flux fiscaux sont également utilisés.

## **Une évaluation par la méthode des doubles différences sur données de panel**

- La méthode retenue pour l'évaluation est celle des doubles différences, appliquée aux données de panel, qui consiste à comparer les performances des entreprises patrimoniales initialement mais qui connaissent un changement de leur mode de gouvernance (groupe traité), au reste des entreprises patrimoniales (groupe témoin), en regardant séparément les effets d'un changement de contrôle et d'un changement de direction intra- ou extra-familial.
- Sous l'hypothèse que l'évolution dans les deux groupes est comparable du point de vue des caractéristiques observables avant la transition (hypothèse des tendances parallèles), l'évolution des différences observée pour un indicateur d'intérêt peut être directement interprétée comme l'effet causal du changement de contrôle ou de direction sur cet indicateur.
- Cette analyse économétrique est réalisée dans un premier temps en considérant toutes les entreprises ayant connu un changement de gouvernance, et en utilisant l'ensemble des entreprises n'ayant pas connu le changement de gouvernance considéré pour constituer le groupe témoin, hormis quelques entreprises atypiques. Puisqu'il est probable qu'en faisant ceci, nous comparons entre autres des entreprises initialement déjà très différentes, nous testons dans un second temps la robustesse des résultats en restreignant le groupe des entreprises témoins à celles ayant des caractéristiques observables com-

parables à leurs homologues traitées. Cette étape est réalisée en calculant un score de propension, c'est-à-dire une probabilité de connaître un changement, pour chaque entreprise et par secteur d'activité. Les entreprises traitées sont ainsi appariées aux entreprises témoins exerçant dans le même secteur d'activité, présentes dans le panel sur la même période, et ayant le score de propension le plus proche.

## **Les changements de direction ou de contrôle transforment les trajectoires des entreprises**

- Le résultat principal qui ressort de cette étude est qu'un changement de gouvernance, quel qu'il soit, constitue un choc dans la vie de l'entreprise, avec notamment des effets considérables sur la valeur ajoutée et sur les effectifs salariés de l'entreprise. Alors que les effectifs salariés et la valeur ajoutée sont, relativement aux témoins, sur une pente ascendante avant le changement de gouvernance, l'évolution s'inverse totalement sur la période *post* traitement. Ainsi, pour deux entreprises ayant la même valeur ajoutée un an avant le rachat de la traitée, la valeur ajoutée de celle ayant connu un changement de contrôle est inférieure de 38 % à celle de l'entreprise témoin huit ans après la transition. L'effet sur l'emploi est légèrement plus modéré, avec une baisse de près d'un tiers des effectifs salariés moyens des entreprises traitées par rapport aux effectifs un an avant la transmission du capital.
- Alors que les entreprises traitées connaissent une évolution de leur rentabilité relativement meilleure que les témoins sur la période antérieure au changement, la transmission du capital à une entité extérieure freine cette tendance : la rentabilité des entreprises traitées stagne à un niveau légèrement inférieur à celui des entreprises témoins. En revanche, le taux d'investissement conti-

- nue d'augmenter significativement pour les entreprises traitées à la suite du changement de contrôle, et elles ont beaucoup plus recours à l'endettement pour financer leurs activités que leurs homologues témoins.
- Les résultats particulièrement marqués sur les effectifs et sur la valeur ajoutée ne sont pas liés à une attrition plus forte des entreprises traitées par rapport aux témoins et sont robustes à la transition considérée (changement de contrôle ou de direction). La similarité des résultats obtenus entre les différents traitements étudiés tient au fait que les entreprises connaissant un changement de contrôle ont très fréquemment, et de façon quasi concomitante, un changement de leur direction. Les groupes d'entreprises traitées regroupent ainsi essentiellement les mêmes entreprises.
  - Ces résultats ne sont en revanche moins robustes à l'échantillon utilisé : en restreignant l'échantillon aux entreprises traitées et témoins similaires et en appariant sur le secteur, on trouve que la trajectoire croissante des effectifs et de la valeur ajoutée des entreprises du groupe traité n'est non plus inversée après que le changement de contrôle ait lieu, mais légèrement ralentie, puis stabilisée. Pour les autres indicateurs, les effets vont dans le même sens que sur l'échantillon non apparié, mais sont d'une ampleur moindre
  - Si les fortes baisses observées sur l'échantillon large ne semblent pas s'expliquer par une réallocation des effectifs lorsqu'une entreprise est intégrée à un plus grand groupe, ni par l'identité du repreneur, la productivité initiale de l'entreprise joue un rôle prépondérant. Les coupes dans les effectifs sont beaucoup plus accentuées pour les entreprises traitées les moins productives initialement, mais la transition stimule en revanche le taux d'investissement, la rentabilité des actifs, et redresse la productivité des salariés, productivité dont la croissance devient alors supérieure à celles des entreprises témoins les moins productives.

- Bien qu'informatifs sur les liens entre mode de gouvernance et performances des entreprises, les résultats de cette étude doivent être interprétés comme des corrélations davantage que comme des effets causaux. En effet, les trajectoires des entreprises traitées sur la période antérieure au changement sont, sauf quelques rares exceptions lorsqu'on étudie les changements de direction, significativement différentes de celles des témoins, confirmant ainsi le fait qu'un changement de contrôle ou de direction n'est pas aléatoire mais plutôt un événement qui intervient dans un contexte spécifique.

# SOMMAIRE

<b>Synthèse des résultats</b>	<b>12</b>
<b>Introduction</b>	<b>15</b>
<b>1 Les données mobilisées et la constitution de l'échantillon</b>	<b>21</b>
1.1 Description des sources de données . . . . .	21
1.1.1 Les données AMADEUS . . . . .	22
1.1.2 Les liasses fiscales des entreprises (fichiers FICUS-FARE) . . .	22
1.1.3 Les données LIFI . . . . .	23
1.2 Constitution du panel des entreprises patrimoniales . . . . .	24
1.3 Identification du dirigeant principal et du contrôle de l'entreprise . .	31
1.3.1 Identification du dirigeant principal . . . . .	31
1.3.2 Identification du contrôle de l'entreprise . . . . .	35
1.4 Identification d'un changement de direction ou de contrôle . . . . .	36
1.4.1 Changement de direction . . . . .	36
1.4.2 Changement de contrôle . . . . .	37
1.4.3 Recoupement des différents changements de gouvernance . .	40
1.5 Mesurer les performances des entreprises . . . . .	41
<b>2 Analyses descriptives</b>	<b>43</b>
2.1 Éléments descriptifs comparés sur les indicateurs de « taille » et de rentabilité de l'entreprise . . . . .	43
2.2 Éléments descriptifs comparés sur les financements de l'entreprise . .	48
2.3 Éléments descriptifs comparés sur les flux fiscaux . . . . .	52
2.4 Bilan des analyses descriptives . . . . .	54
<b>3 Présentation de la méthode économétrique</b>	<b>55</b>
3.1 Probabilité de transition et restriction de l'échantillon . . . . .	55
3.1.1 Suppression des observations atypiques . . . . .	56
3.1.2 Restriction aux entreprises traitées et témoins aux caractéris- tiques les plus proches . . . . .	60

3.2	Méthode économétrique . . . . .	62
<b>4</b>	<b>Résultats de l'analyse économétrique sur les liens entre changement de gouvernance et performance</b>	<b>67</b>
4.1	Résultats sur l'ensemble de l'échantillon – Changement de contrôle .	68
4.1.1	Effets d'un changement de contrôle externe sur les indicateurs de performances de court terme . . . . .	68
4.1.2	Effets d'un changement de contrôle externe sur les indicateurs de performances de moyen et long terme . . . . .	71
4.2	Effets hétérogènes d'un changement externe du contrôle . . . . .	76
4.2.1	Des résultats tirés par l'attrition? . . . . .	76
4.2.2	Effets selon l'année d'occurrence de la transmission de l'entreprise . . . . .	80
4.2.3	Effets selon la productivité initiale des entreprises . . . . .	82
4.2.4	Recompositions ou restructurations? . . . . .	86
4.2.5	Des entreprises rachetées plus cycliques que les autres? . . . .	87
4.3	Résultats sur l'échantillon apparié – Changement de contrôle . . . . .	88
4.4	Résultats sur l'échantillon large et apparié - Changement de direction	93
	<b>Conclusion générale</b>	<b>95</b>
	<b>Annexes</b>	<b>97</b>
	<b>Références</b>	<b>113</b>
	<b>Liste des tableaux</b>	<b>117</b>
	<b>Liste des figures</b>	<b>119</b>

# INTRODUCTION

## Contexte de l'étude

Chaque année en France, plusieurs milliers d'entreprises connaissent un changement de leur gouvernance, qu'il s'agisse d'un changement de direction ou d'un changement de l'actionnariat. En 2014, ce sont près de 75 000 entreprises qui ont fait l'objet d'une cession-transmission, soit environ 2,5 % du total des entreprises présentes sur le territoire (BPCE, 2017). La réalité d'une cession-transmission recouvre plusieurs situations : certaines entreprises se font racheter par des concurrentes, par des fonds d'investissements, ou par des personnes physiques, quand d'autres voient à leur tête un nouveau dirigeant, descendant ou non du dirigeant précédent.

Toutes ces étapes sont autant de moments décisifs dans la vie d'une entreprise, et posent la question de l'effet de telles transitions sur les performances des entreprises et, *in fine*, sur l'emploi et la croissance. L'enjeu est en effet de taille pour les décideurs politiques puisque ces changements concernent chaque année plus d'un million d'emplois, soit 8,2 % des emplois français (BPCE, 2017), et la question de favoriser et d'accompagner certains types de transitions plutôt que d'autres, par le biais d'une fiscalité allégée par exemple, continue de susciter d'intenses débats dans la sphère politique. En effet depuis 2003, plusieurs mesures de fiscalité patrimoniale ont été adoptées dans le but de faciliter les transmissions intra-familiales du capital d'une entreprise, qui sont aujourd'hui largement avantageuses par rap-

port aux cessions d'entreprises à un tiers, qu'il s'agisse d'une entreprise ou de personnes physiques extérieures à la famille (Bach, 2009a; Ferrero et Louvens, 2013). Or plusieurs rapports parlementaires s'alarment du taux de transmissions d'entreprises considéré comme particulièrement bas par rapport à nos voisins européens, et continuent d'invoquer le poids de la fiscalité comme étant un frein à ces transmissions, ce qui compromettrait fortement la pérennité du tissu d'entreprises de petite et de moyenne taille (Dombre-Coste, 2015), dont les entreprises familiales (Mellerio, 2009). Le Conseil d'analyse économique, quant à lui, pointe du doigt le régime fiscal largement favorable aux transmissions familiales que rien ne justifie du point de vue l'efficacité économique, et préconise la neutralité du régime fiscal s'appliquant aux cessions d'entreprises en fonction du type de repreneur (Conseil d'analyse économique, 2015).

La question du lien entre mode de gouvernance et performance des entreprises nourrit également de nombreux débats chez les économistes. Favoriser le maintien des entreprises dans le giron familial serait justifié si les performances économiques de ces entreprises s'avéraient meilleures que celles connaissant d'autres changements de gouvernance. Si la théorie économique nous apporte des éléments de réponse, elle ne nous permet pas de conclure quant à la supériorité d'un mode de gouvernance sur les autres. Pour certains, la transmission des entreprises familiales à des descendants du fondateur générerait des externalités positives : leur vision de long terme leur permettrait de réaliser des investissements plus efficaces et d'assurer la pérennité de l'entreprise (James, 1999) ; ce type de transmission réduirait les coûts d'agence qui peuvent surgir lorsque dirigeants et actionnaires ne partagent pas les mêmes objectifs (Anderson et Reeb, 2003) ; et les repreneurs bénéficieraient d'un effet réputationnel leur permettant de gagner la confiance des clients, des investisseurs ainsi que de leurs employés (Sraer et Thesmar, 2007). A l'inverse, la transmission familiale peut être néfaste à l'entreprise si le descendant nommé à la tête de l'entreprise n'a pas les compétences requises (Caselli et Gennaioli, 2013) ou

si les entreprises familiales sont plus réticentes à faire des restructurations lorsque cela est nécessaire (Bach et Serrano-Velarde, 2009). Cette question doit être tranchée de manière empirique, en confrontant les arguments théoriques aux données disponibles. Les premiers travaux, qui consistaient principalement en des analyses en coupe transversale, ont tendance à conclure que les entreprises familiales sont plus performantes que les autres (Anderson et Reeb, 2003; Barontini et Caprio, 2006; Amit et Villalonga, 2006; Sraer et Thesmar, 2007), mais ces travaux souffrent de limites méthodologiques qui biaisent très largement les résultats. Les études empiriques plus récentes sur données de panel, dont les méthodes économétriques permettent plus rigoureusement de limiter les biais, ne plaident en revanche pas en faveur des transmissions familiales. Elles concluent que les performances de ces entreprises ont tendance à diminuer lorsque leur direction est transmise à des héritiers plutôt qu'à des membres extérieurs de la famille (Perez-Gonzalez, 2006; Bennedsen et al., 2007; Bach, 2009b).

De manière générale, une transmission intra-familiale de l'entreprise, relativement à une transmission extra-familiale (par exemple, une opération de fusion-acquisition ou un achat à effet de levier ou *leverage buyout*, LBO), ne bouleverserait pas fondamentalement le fonctionnement de cette dernière. Les rachats par une entreprise et les LBOs sont susceptibles d'améliorer l'efficacité de l'entreprise et de créer de la valeur car elles induisent souvent un contrôle plus rigoureux des dirigeants et améliorent leurs incitations financières (Jensen, 1989), et parce qu'elles augmentent le recours à des fonds extérieurs, via l'emprunt notamment, pour financer les activités de l'entreprise. Ces opérations de rachat sont en revanche très fréquemment perçues comme donnant lieu à des restructurations importantes de l'entreprise, dont les conséquences sont souvent néfastes sur l'emploi, et comme profitant des déductions d'impôts associées à ces opérations sans générer d'externalités positives pour l'économie (Schleifer et Summers, 1988). A la lecture des nombreuses études quantitatives, un consensus semble néanmoins émerger sur leur

effet positif sur les revenus d'exploitation et sur la productivité totale des facteurs pour les entreprises rachetées (Lichtenberg et al., 1987; Kaplan, 1989; Kaplan et Strömberg, 2008; Boucly et al., 2011; Davis et al., 2014). L'effet de ces reprises sur la création d'emploi est en revanche beaucoup moins net : l'emploi augmenterait dans ces entreprises, mais plus lentement que dans des entreprises aux caractéristiques similaires non concernées par un rachat, ce qui conduit à une baisse relative de l'emploi pour les entreprises rachetées (Lichtenberg et Siegel, 1990; Amess et Wright, 2007; Davis et al., 2014). Ce constat est cohérent avec l'hypothèse selon laquelle les entreprises rachetées créent plus de valeur non pas en embauchant plus, mais en fonctionnant plus efficacement (Kaplan et Strömberg, 2008), notamment en améliorant l'adéquation entre les compétences des travailleurs et les caractéristiques de l'entreprise (Davis et al., 2014). Seuls Boucly et al. (2011) trouvent, dans le cas de la France, une augmentation de l'emploi et des salaires plus marquées pour les entreprises rachetées.

## **Objectifs de l'étude**

Si ces études permettent d'éclairer le débat sur les conséquences d'un rachat d'entreprise, elles ont l'inconvénient de ne porter presque essentiellement que sur i) des cessions de grosses entreprises, la plupart du temps cotées en bourse, ii) sur des échantillons de petite taille, iii) sur des cessions qui ont eu lieu avant les années de crise, et qui ne sont donc pas ou plus très représentatives du type de rachats actuel, et iv) de se concentrer uniquement sur un échantillon d'entreprises ayant connu une transmission plutôt que de considérer l'ensemble des entreprises comme situation contrefactuelle.

La contribution de la présente étude est d'analyser les conséquences d'un changement de contrôle ou de direction sur les performances des entreprises en s'intéressant à l'ensemble des entreprises, et non pas au seul échantillon des entreprises

ayant connu une telle transmission. Nous nous restreignons aux entreprises françaises patrimoniales (dont familiales) sur une période de dix ans, allant de 2005 à 2014. Ces entreprises, caractérisées par le fait d'être détenues par un nombre restreint d'individus, constituent une part substantielle du tissu d'entreprises français. Ainsi, et selon les estimations retenues, entre 65 % et 70 % des entreprises françaises cotées en bourse sont des entreprises familiales, soit 45 % de l'emploi total (Faccio et Lang, 2002; Sraer et Thesmar, 2007), et la proportion d'entreprises familiales s'élève à près de 75 % pour les petites et moyennes entreprises (Price Waterhouse Cooper, 2006)<sup>1</sup>.

Plus précisément, nous comparons les trajectoires des entreprises patrimoniales connaissant un changement de direction ou un changement de contrôle à l'extérieur de la famille – prenant la forme d'une prise de contrôle par une autre entreprise, par un fonds d'investissement ou par d'autres personnes physiques auparavant extérieures à l'entreprise – au reste des entreprises. Nous nous intéressons à l'impact de ces changements sur des indicateurs de performances de court terme, comme la valeur ajoutée et la rentabilité des actifs, ainsi que sur des indicateurs de plus long terme comme le taux d'investissement, le ratio dettes sur fonds propres, les flux fiscaux ou encore sur les effectifs salariés. Nous constituons un panel de données combinant des données quasi exhaustives sur les entreprises françaises nous renseignant sur la direction et sur la structure de l'actionnariat de celles-ci (données AMADEUS 2005-2013 et enquête LIFI 2000-2014) à des données administratives sur les liasses fiscales des entreprises (FICUS et FARE 2000-2014). La richesse de ces données nous permet d'avoir une vue d'ensemble relativement précise des liens entre changement de contrôle et performances des entreprises.

---

1. Les entreprises familiales étant un cas particulier des entreprises patrimoniales, ces chiffres nous donnent la borne inférieure de la part d'entreprises patrimoniales dans l'économie française.

## **Plan du rapport**

### **Chapitre 1 : Constitution de la base de données**

Ce chapitre décrit les différentes bases de données mobilisées. Les définitions appliquées pour définir un échantillon d'entreprises patrimoniales sont explicitées, ainsi que les méthodes retenues pour identifier les changements de gouvernance. Ce chapitre contient également une présentation des indicateurs de performance mobilisés dans les analyses.

### **Chapitre 2 : Analyses descriptives**

Ce chapitre reporte des statistiques sur les entreprises qui composent notre échantillon, en présentant des distributions de nos indicateurs de performances en 2005 ainsi que l'évolution de ces indicateurs sur la période 2000-2014, séparément pour les entreprises traitées et témoins.

### **Chapitre 3 : Méthode d'analyse économétrique**

Dans ce chapitre, nous présentons les dernières restrictions apportées à l'échantillon pour les besoins de l'évaluation, puis détaillons la méthode économétrique utilisées pour identifier de manière davantage causale le lien entre changement de gouvernance d'une part, et performances des entreprises d'autre part.

### **Chapitre 4 : Résultats de l'analyse économétrique**

Nous présentons enfin les résultats issus de la mise en œuvre de ces méthodes. Nous identifions et qualifions ainsi le lien entre l'occurrence d'un changement de contrôle ou de direction et des indicateurs de performances économique de court et de moyen terme.

# CHAPITRE 1

## LES DONNÉES MOBILISÉES ET LA CONSTITUTION DE L'ÉCHANTILLON

Ce chapitre décrit la méthodologie mise en œuvre pour construire un panel des entreprises patrimoniales sur la période 2005-2013, et pour identifier les transitions que connaissent ces entreprises en termes de direction de l'entreprise et/ou de transmission du capital. Nous présentons d'abord les différentes sources de données mobilisées (partie 1.1), puis décrivons étape par étape la manière dont les entreprises patrimoniales et leurs transitions sont identifiées (parties 1.2, 1.3 et 1.4). Nous présentons enfin l'appariement avec les données issues des liasses fiscales et les indicateurs de performance retenus pour les analyses descriptive et économétrique, calculés à partir de ces données (partie 1.5).

### 1.1 Description des sources de données

Nous utilisons trois sources d'information différentes pour la constitution de notre panel d'entreprises patrimoniales : les données AMADEUS pour les informations sur les dirigeants et les actionnaires des entreprises, les liasses fiscales FICUS et FARE pour les données comptables et financières, et enfin l'enquête Liaisons

financières (LIFI), qui nous renseigne sur les liens capitalistiques entre les entreprises.

### **1.1.1 Les données AMADEUS**

Les données AMADEUS, produites par le Bureau van Dijk (BvD), regroupent, pour des pays européens et en particulier pour la France, des informations sur l'essentiel des entreprises tenues de déposer leurs comptes annuels auprès des tribunaux de commerce, ainsi que sur les travailleurs indépendants ou encore sur les associations sans but lucratif. L'originalité de ces données est qu'elles contiennent des informations sur la direction et sur l'actionnariat des entreprises. Plus spécifiquement, nous disposons, pour chaque entreprise, de la liste des dirigeants au sens large (membres du conseil d'administration (CA) et directeurs de l'entreprise) et des fonctions qu'ils occupent, ainsi que la liste des actionnaires de l'entreprise et les parts directes et totales qu'ils détiennent. Nous nous appuyons donc essentiellement sur ces données dans le cadre de cette étude, puisqu'elles permettent d'identifier les changements de direction et d'actionnariat d'une année sur l'autre. Les données complètes à notre disposition sont les millésimes 2005 à 2009, et 2013. Pour les années 2010 à 2012, nous disposons uniquement des données sur les dirigeants, et non sur les actionnaires. D'autre part, les données dont nous disposons pour les années 2005 et 2013 ne contiennent pas certaines variables sur les dirigeants, comme leur date de naissance.

### **1.1.2 Les liasses fiscales des entreprises (fichiers FICUS-FARE)**

Les fichiers FICUS et FARE regroupent l'ensemble des déclarations comptables et des informations fiscales des entreprises soumises à l'impôt sur les bénéfices industriels commerciaux et non-commerciaux, et sont produits par l'Insee et la Direction générale des finances publiques. Ces données administratives sont ainsi exhaustives

pour ces entreprises et permettent de construire des indicateurs de performances économiques, puisqu'elles contiennent l'ensemble des informations déterminantes pour le calcul des impôts dus par les entreprises. Nous disposons des fichiers FICUS pour les années 2000 à 2007 et des fichiers FARE pour les années 2008 à 2014.

Les variables peuvent se regrouper principalement en deux catégories. D'une part, les variables du compte de résultat – qui reflètent l'activité de l'entreprise et permettent de savoir si, à l'issue de l'exercice comptable, l'entreprise s'est enrichie ou appauvrie – contiennent entre autres le total des ventes, le chiffre d'affaires, les subventions d'exploitation, les traitements et salaires, les cotisations sociales et les impôts sur les bénéfices. D'autre part, les variables associées au bilan comptable permettent d'appréhender à un instant donné le patrimoine d'une entreprise et la manière dont il est financé. Cela inclut des variables telles que les immobilisations corporelles, incorporelles et financières ainsi que le total des actifs et du passif. Plusieurs soldes utiles à l'analyse des performances économiques peuvent être construits à partir de ces variables : l'excédent brut d'exploitation, le taux d'investissements ou encore la valeur ajoutée. Enfin, la date de création de l'entreprise est également présente dans cette base <sup>1</sup>.

Il faut noter toutefois que pour 2008, qui a été une année de restructuration des données issues des liasses fiscales, un grand nombre de variables ne sont pas disponibles, en particulier les investissements et l'actif.

### **1.1.3 Les données LIFI**

L'enquête sur les liaisons financières entre sociétés (LIFI) est produite par l'Insee, et permet d'identifier les groupes exerçant une activité en France et de déterminer les liens qui unissent la maison mère à ses filiales. Cette enquête ne couvre que

---

1. Cette variable doit cependant être utilisée avec précaution puisque lorsque l'entreprise change de Siren, par exemple lors d'un rachat ou du déménagement d'une entreprise, la date de création est également modifiée.

les grosses entreprises, puisqu'un seuil minimum sur le chiffre d'affaires, sur le montant des titres de participations ou sur les effectifs salariés est fixé et conditionne l'inclusion de l'entreprise dans le champ de l'enquête. Pour pallier cette insuffisance, les données issues de l'enquête sont complétées par le Répertoire des Entreprises Contrôlées Majoritairement par l'Etat (RECME), ainsi que par les données DIANE<sup>2</sup> produites par BvD, afin d'améliorer la couverture des petites entreprises.

En ce qui concerne les données collectées par enquête, le recueil de l'information se fait par voie de questionnaire, auquel les entreprises sont invitées à répondre sur leurs actionnaires et leurs participations. L'enquête comprend deux gros blocs de questions. Une première partie porte sur la structure de l'actionnariat et notamment sur la manière dont se décompose le capital de l'entreprise, ventilée en fonction du type d'actionnaire : l'entreprise elle-même, ses salariés, l'Etat, des personnes physiques ou morales (françaises ou étrangères). Pour les principaux actionnaires, une liste nominative est également demandée, accompagnée des pourcentages de droits de vote détenus. La deuxième partie du questionnaire interroge l'entreprise sur la liste de ses participations supérieures à 30 000 euros dans des entreprises françaises ou étrangères, avec la valeur comptable des titres détenus ainsi que le pourcentage de capital et de droits de vote détenus.

Nous disposons de la base de données LIFI sur la période allant de 2000 à 2014.

## **1.2 Constitution du panel des entreprises patrimoniales**

En utilisant les trois sources de données présentées ci-dessus, nous constituons notre panel d'entreprises patrimoniales. Avant même d'identifier les entreprises patrimoniales dans nos données, nous appliquons, pour chaque année, tout un en-

---

2. Les données DIANE sont celles qui alimentent la base de données AMADEUS pour la France.

semble de restrictions. Nous retirons d'abord les entreprises de moins de 10 salariés, pour lesquelles l'information est généralement peu ou mal reportée. Ce tri est effectué en utilisant l'effectif salarié moyen annuel des entreprises, renseigné dans les données FICUS et FARE. Une deuxième restriction est faite sur le secteur d'activité des entreprises. Nous excluons les institutions financières, pour lesquelles les indicateurs de performance répondent à des règles de comptabilité différentes et la mesure de l'actif est moins pertinente. Nous conservons toutefois les *holdings*, car ces entreprises englobent des groupes industriels. Nous excluons donc, pour les années 2005 à 2007 les codes NAF 65, 66 et 67 et, pour les années ultérieures et en raison de la révision de la nomenclature NAF, ces mêmes codes à l'exception du 642 qui correspond désormais aux *holdings*.

La restriction de notre échantillon aux seules entreprises patrimoniales se fait en deux temps. Tout d'abord, nous excluons les entreprises qui ne sont pas indépendantes, c'est-à-dire qui sont détenues à plus de 50 % par une autre entreprise, française ou étrangère. Nous faisons cela en appariant, grâce au numéro Siren des entreprises, les données AMADEUS avec l'enquête LIFI, et supprimons de l'échantillon les entreprises qui sont indiquées comme contrôlées par une autre entreprise.

À partir de ce premier échantillon ainsi construit, nous excluons ensuite les entreprises qui ne sont pas patrimoniales. Nous considérons qu'une entreprise est patrimoniale si elle est non seulement indépendante, mais également contrôlée à plus de 50 % par un nombre restreint d'individus, qu'ils aient ou non des liens de parenté<sup>3</sup>. Cette définition se précise différemment selon les données actionnariales disponibles pour chaque entreprise dans AMADEUS. En effet, les données sur les actionnaires (noms et parts détenues) sont imparfaitement renseignées. Nous classifions les entreprises en trois catégories selon la structure de leurs données

---

3. Nous ne mettons pas de limite sur ce que nous entendons par « nombre restreint d'individus », car seuls les principaux actionnaires sont reportés dans AMADEUS. En effet, comme il n'existe pas de registre légal des actionnaires, BvD ne reporte que manuellement les plus gros actionnaires. Par exemple en 2005, seul 0,1 % des entreprises détenues à plus de 50 % par des particuliers sont détenues par plus de 15 individus ou familles.

actionnariales et appliquons les définitions suivantes :

- **Catégorie 1 : Aucun actionnaire renseigné.** Dans ce cas-là, si l'entreprise est cotée, elle ne sera pas patrimoniale<sup>4</sup>. Ce cas est relativement rare<sup>5</sup>, car les actionnaires sont le plus souvent connus lorsqu'une entreprise est cotée. Si l'entreprise n'est pas cotée et si plus de 50 % des membres de la direction et du conseil d'administration sont de la même famille, alors elle sera considérée comme patrimoniale. L'homonymie traduit en effet le caractère familial d'une entreprise, qui va souvent de pair avec le fait d'être patrimoniale. Au total, en appliquant cette définition, 9 entreprises sur 10, parmi les entreprises sans actionnariat renseigné, sont dites patrimoniales.
- **Catégorie 2 : Au moins un actionnaire renseigné, mais aucune part n'est connue.** Dans ce cas, on considérera l'entreprise comme étant patrimoniale si *tous* les actionnaires renseignés sont des individus.
- **Catégorie 3 : Au moins un actionnaire et une part renseignés.** Nous considérons que l'entreprise est patrimoniale si les individus et familles actionnaires détiennent ensemble plus de 50 % des parts de l'entreprise. Ceci est le cas pour environ 80 % des entreprises de cette catégorie, chaque année.

Pour chaque année pour lesquelles on dispose des données AMADEUS complètes, les entreprises définies comme patrimoniales représentent un peu plus de la moitié des entreprises de plus de 10 salariés (Tableau 1.1). Les entreprises patrimoniales constituent par ailleurs une importante majorité des entreprises indépendantes : sur 10 entreprises indépendantes de plus de 10 salariés, près de 9 sont identifiées comme patrimoniales.

La structure de l'information sur l'actionnariat pour notre échantillon d'entreprises patrimoniales est décrite dans le Tableau 1.2. Comme mentionné ci-dessus,

---

4. Pour l'année 2013, on ne sait pas si les entreprises sont cotées ou non, donc cette restriction ne s'applique pas.

5. Il concerne au plus 0,04 % des entreprises indépendantes dans cette catégorie, chaque année.

les entreprises sont réparties en trois catégories selon les informations disponibles. On constate que pour près de la moitié des entreprises, l'actionnariat n'est pas du tout renseigné. Par ailleurs, les cas d'entreprises pour lesquelles on connaît le nom des principaux actionnaires mais pas leurs parts sont plutôt rares. La structure de l'information sur l'actionnariat est plutôt stable sur la période, avec une légère augmentation de la part d'entreprises pour lesquelles on a le nom et les parts des actionnaires, l'année 2013 faisant figure d'exception avec moins de 2 entreprises sur 10 pour lesquelles on a une information bien renseignée.

**TABLEAU 1.1 – Nombre d’entreprises extraites, indépendantes et patrimoniales**

Statut	2005		2006		2007		2008		2009		2013	
	Nb.	%										
Entreprises extraites	140585	100,00	140242	100,00	144473	100,00	108528	100,00	143287	100,00	243944	100,00
Filiales (LIFI)	49498	35,21	50366	35,91	51517	35,66	44415	40,92	54145	37,79	87248	35,77
Indépendantes	91087	64,79	89876	64,09	92956	64,34	64113	59,08	89142	62,21	156696	64,23
Indep. et patrimoniales	78681	55,97	78395	55,90	80506	55,72	54767	50,46	77359	53,99	127389	52,22

LECTURE : En 2005, environ 55,97 % des entreprises françaises (hors activités financières) de plus de 10 salariés sont identifiées comme étant indépendantes et patrimoniales, ce qui correspond à 78681 entreprises.

SOURCE : AMADEUS 2005-2009 et 2013.

**TABLEAU 1.2 – Information sur l'actionnariat**

Statut	2005		2006		2007		2008		2009		2013	
	Nb.	%	Nb.	%								
Ensemble	78681	100,00	78395	100,00	80506	100,00	54767	100,00	77359	100,00	127389	100,00
Pas d'actionnariat (cat. 1)	40299	51,22	40008	51,03	40918	50,83	25251	46,11	49667	64,20	101442	79,63
Actionnaires (cat. 2)	2661	3,38	2021	2,58	1743	2,17	1127	2,06	901	1,16	1136	0,89
Actionnaires et parts (cat. 3)	35721	45,40	36366	46,39	37845	47,01	28389	51,84	26791	34,63	24811	19,48

LECTURE : En 2005, pour 51,22 % des entreprises indépendantes et patrimoniales, nous n'avons pas d'information sur la structure de l'actionnariat.

SOURCE : AMADEUS 2005-2009 et 2013.

Une fois ce travail d'identification des entreprises patrimoniales effectué pour chaque année séparément, nous constituons un panel en combinant toutes ces bases annuelles en une seule et unique base, ce qui nous permet de suivre les trajectoires des entreprises sur l'ensemble de la période d'analyse. Toutefois, certaines entreprises entrent et sortent de l'échantillon d'une année sur l'autre : on ne les observe pas en continu sur la période 2005-2013. Dans ce cas, nous en précisons les raisons de la manière suivante (pour le détail sur les entrées et sorties de l'échantillon, voir le Tableau A.1 en Annexe) :

- **Nouvelles entrées** : Chaque année, des entreprises présentes dans la base de données ne l'étaient pas forcément l'année précédente, c'est-à-dire qu'elles ne faisaient pas partie des entreprises décrites par AMADEUS et identifiées comme patrimoniales. On caractérise ces « entrées » dans l'échantillon, en distinguant celles qui sont dues à un changement de statut de l'entreprise, lorsque l'entreprise est présente dans la base de données *complète* l'année précédente (elle n'était donc pas indépendante, ou indépendante mais non patrimoniale, l'année précédente), des autres. Pour ce deuxième groupe d'entreprises, on fait l'hypothèse qu'il s'agit pour toutes celles-ci de créations d'entreprises.
- **Sorties de l'échantillon** : De même, un certain nombre d'entreprises présentes une année dans notre échantillon ne le sont plus l'année suivante. On caractérise ces « sorties » en vérifiant si ces entreprises sont dans la base de données *complète* d'AMADEUS l'année où elles ne sont pas dans notre échantillon. Pour celles que l'on retrouve, on indique si elles sont devenues non patrimoniales (mais toujours indépendantes), voire non indépendantes (c'est-à-dire des filiales), en utilisant les données LIFI. On qualifie les autres sorties d'échantillon de cessations d'activité.

Au total, nous disposons ainsi d'un panel non cylindré de 209 887 entreprises

identifiées comme patrimoniales au moins une année sur la période constituée des années 2005 à 2009 et 2013. Environ 40 % de ces entreprises ne sont présentes dans l'échantillon qu'une seule année sur ces six années de données ; il s'agit systématiquement d'entreprises entrant dans l'échantillon en 2013. Plus du quart des entreprises sont observées 5 à 6 années.

## 1.3 Identification du dirigeant principal et du contrôle de l'entreprise

Analyser les effets d'un changement de direction et/ou d'actionnariat sur les performances des entreprises nécessite dans un premier temps d'identifier qui est le dirigeant principal, ainsi que l'entité ayant le contrôle réel de l'entreprise (c'est-à-dire qui a le pouvoir décisionnaire), puisque ce sont précisément ces changements qui auront des conséquences sur leurs performances.

### 1.3.1 Identification du dirigeant principal

Nous rappelons que le nom du dirigeant n'est pas clairement indiqué dans les données : nous disposons du nom de l'ensemble *des* dirigeants et des membres du CA ainsi que de la fonction qu'ils occupent au sein de l'entreprise<sup>6</sup>. Il reste donc à identifier le nom de la personne dirigeant réellement l'entreprise en utilisant cette information ainsi que la forme juridique de l'entreprise. On distingue le cas des sociétés à action simplifiée (SAS), de celui des sociétés anonymes (SA) et des sociétés à responsabilité limitée (SARL), qui sont les trois principales formes juridiques (elles couvrent près de 95 % de l'échantillon). La loi encadrant ces différentes formes juridiques motive les règles d'attribution suivantes :

---

6. Les fonctions possibles sont classées en huit grandes catégories : *general manager, assistant general manager, managing director, chairman, vice-chairman, president, vice-president, et member*. Dans le cas des données 2013, nous n'avons accès qu'aux intitulés exacts des fonctions, qu'il faut donc classer parmi ces huit grands types.

- Pour les SAS : Le dirigeant est l'individu dont la fonction est président. Si aucun président n'est renseigné pour l'entreprise, on considère que c'est, par ordre de priorité et selon l'existence d'un membre du CA qui a cette fonction : le vice-président, le *general manager*, l'*assistant general manager*, le *managing director*, le *chairman*, le *vice-chairman*, ou un simple directeur.
- Pour les SARL ou les SA : Le dirigeant est l'individu dont la fonction est *general manager*. Si aucun *general manager* n'est renseigné, on considère comme dirigeant principal, par ordre de priorité et selon l'existence d'un membre du CA qui a cette fonction : l'*assistant general manager*, le *managing director*, le *chairman*, le *vice-chairman*, le président, le vice-président, ou un simple directeur.

En opérant de la sorte, il arrive que deux individus (ou davantage) soient identifiés comme dirigeants principaux, car ils occupent la même fonction. Nous identifions alors celui qui semble avoir le plus de pouvoir comme étant celui qui vérifie une des propositions suivantes, dans l'ordre :

1. Être un actionnaire ou avoir le même nom de famille qu'un actionnaire ;
2. Homonymie entre le nom de famille et le nom de l'entreprise ;
3. Être le plus âgé.

Lorsqu'un des dirigeants remplit une de ces conditions, dans l'ordre de priorité énoncé, on l'identifie comme étant le dirigeant principal unique. Le Tableau 1.3 reporte le pourcentage de paires de dirigeants départagées à chaque étape. Le dernier critère est particulièrement discriminant : il permet de départager les cas où les dirigeants ont le même nom de famille (en effet, dans ce cas, les deux premiers critères ne peuvent pas départager les dirigeants). Pour pouvoir l'appliquer aux données 2005 et 2013, pour lesquelles la date de naissance du dirigeant n'est pas renseignée, nous récupérons l'année de naissance du dirigeant, si elle est renseignée :

- dans les données 2006 pour les dirigeants des entreprises de l'échantillon en 2005 qui font toujours partie des dirigeants de l'entreprise en 2006 ;
- dans les données 2009 pour les dirigeants des entreprises de l'échantillon en 2013 qui faisaient déjà partie des dirigeants de l'entreprise en 2009.

À l'issue de cette étape, pour les cinq premières années, entre 14 % et 24 % des paires de dirigeants identifiés comme principaux n'ont pu être départagées (Tableau 1.3). Cela est principalement le cas lorsque les deux dirigeants principaux identifiés ont le même nom de famille et lorsque leur année de naissance est manquante, ou identique. Pour l'année 2013, parmi les entreprises qui ont des dirigeants principaux multiples, ce sont plus de 7 entreprises sur 10 pour lesquelles on ne parvient pas à départager entre les dirigeants. Cela s'explique par le fait qu'on récupère peu de dates de naissance pour les dirigeants des entreprises de l'échantillon en 2013. Lorsqu'on ne parvient pas à départager deux dirigeants multiples, on suppose qu'ils sont co-gérants de l'entreprise.

TABLEAU 1.3 – Qualité des données de direction

Statut	2005		2006		2007		2008		2009		2013	
	Nb.	%	Nb.	%								
Pas de dirigeants	130	0,17	141	0,18	147	0,18	94	0,17	61	0,08	396	0,31
Cogérants à départager - dont	6948	8,83	7302	9,31	7858	9,76	5113	9,34	8519	11,01	20030	15,72
Départagés - Nom actionnaire	952	13,70	980	13,42	1046	13,31	810	15,84	814	9,56	1661	8,29
Départagés - Raison sociale	395	5,69	428	5,86	469	5,97	264	5,16	547	6,42	1014	5,06
Départagés - Age	4311	62,05	4850	66,42	5040	64,14	3140	61,41	5148	60,43	2918	14,57
Non départagés	1290	18,57	1044	14,30	1303	16,58	899	17,58	2010	23,59	14437	72,08
<b>Nb. total d'entreprises</b>	<b>78681</b>	<b>100,00</b>	<b>78395</b>	<b>100,00</b>	<b>80506</b>	<b>100,00</b>	<b>54767</b>	<b>100,00</b>	<b>77359</b>	<b>100,00</b>	<b>127389</b>	<b>100,00</b>

LECTURE : En 2006, les cas de cogérants à départager représentent 9,31 % de l'échantillon. Parmi ceux-ci, 14,30 % ne sont pas départagés après application des trois critères.

SOURCE : AMADEUS 2005-2009 et 2013.

### 1.3.2 Identification du contrôle de l'entreprise

Afin de savoir qui détient réellement le contrôle de l'entreprise patrimoniale, nous identifions enfin l'individu ou la famille qui détient le plus de pouvoir au sein de l'entreprise et qui peut donc sensiblement influencer les orientations de cette dernière. Nous nous appuyons une fois de plus sur les données actionnariales dont nous disposons et sur les catégories définies plus haut :

- Lorsqu'on connaît les parts détenues par les actionnaires (**catégorie 3**), la famille ayant le contrôle est simplement celle de l'actionnaire majoritaire (dans le cas où on a un actionnaire majoritaire), ou celle qui a le plus de parts sinon (les parts sont dans ces cas-là sommées au niveau du nom de famille).
- Lorsqu'on ne connaît pas les parts mais qu'on connaît toutefois les noms des actionnaires (**catégorie 2**), la famille ayant le contrôle est celle qui est la plus représentée parmi cette liste.
- Quand il n'y a pas d'actionnaires renseignés (**catégorie 1**), on procède de la même façon mais en utilisant la liste des membres du CA, à défaut d'avoir la liste des actionnaires.
- Enfin, quand ni les actionnaires ni les membres du CA ne sont renseignés, on considère que la famille du dirigeant principal est celle qui détient le contrôle.

Si l'entreprise patrimoniale initialement est rachetée par une entreprise, nous n'identifierons plus d'individus ou de famille ayant le contrôle mais considérerons que c'est l'entreprise acheteuse qui le détient.

## 1.4 Identification d'un changement de direction ou de contrôle

La dernière étape de la construction de la base d'analyse consiste à identifier un changement de direction ou de contrôle et à caractériser ce changement, c'est-à-dire préciser si le nouveau dirigeant est issu de la même famille que le précédent ou non, si la nouvelle entité contrôlant l'entreprise est une nouvelle famille ou une autre entreprise, et, si c'est une personne physique, si elle était déjà présente dans l'actionnariat ou le CA précédemment.

### 1.4.1 Changement de direction

On identifie un changement de direction en comparant les noms des dirigeants principaux d'une année sur l'autre. Cela se fait de manière simple lorsqu'il y a un dirigeant unique les deux années : si leurs noms diffèrent, il y a eu un changement de direction. S'il n'y a pas de dirigeant une année mais qu'il y en a l'autre année, on considère qu'il y a eu un changement de direction. Dans le cas où il y a des co-gérants, nous comparons les noms des deux dirigeants d'une année sur l'autre, et on identifie alors un changement de direction :

- si l'entreprise a deux co-gérants deux années consécutives, mais qu'au moins un des noms diffère d'une année sur l'autre ;
- si l'entreprise a deux co-gérants une année, et un dirigeant unique l'autre année.

Le changement de direction est caractérisé comme intra-familial si l'ancien et le nouveau dirigeant ont le même nom de famille (dans le cas où il y a un dirigeant unique identifié les deux années) ; si au moins un des deux nouveaux cogérants a le même nom de famille que le(s) précédent(s) dirigeant(s)<sup>7</sup>. Enfin, si aucun de ces

---

7. Dans le cas où il y a une co-gérance une année mais un dirigeant unique l'autre année, le

cas ne se présente, on considère que le changement de direction est extra-familial, et on ne pourra pas caractériser le changement si le changement de direction provient du fait que des dirigeants ne sont renseignés qu'une année sur les deux. Une des limites de cette approche est que nous considérons une transmission de la direction aux conjoints des enfants comme extra-familiale, mais nous ne disposons pas de l'information nécessaire pour préciser ces changements.

Chaque année, ce sont environ 4 % des entreprises présentes l'année précédente qui connaissent un changement de direction, dont plus d'un tiers représente des changements au sein d'une même famille (Tableau 1.4). Au total, moins de 6 % des entreprises de notre échantillon connaissent au moins un changement de direction extra-familial sur l'ensemble de la période 2005-2013. Cette proportion est d'un peu moins de 5 % pour les changements de direction s'effectuant en faveur d'un membre de la famille de l'ancien dirigeant.

### 1.4.2 Changement de contrôle

Nous nous concentrons sur l'identification des changements de contrôle qui ont lieu à l'extérieur de la famille, d'une part car les données actionnariales sont la plupart du temps renseignées pour la famille dans son ensemble sans donner le détail au niveau des individus, et, d'autre part, car cela nous permet de nous concentrer sur les réelles transmissions de contrôle à un tiers et d'ignorer les arrangements internes à la famille. Nous considérons qu'il y a une transmission « externe » du contrôle de l'entreprise dans les trois cas suivants :

- l'entreprise est toujours patrimoniale, mais le nom de la famille dominante dans l'actionnariat change, et la nouvelle famille qui détient le contrôle ne

---

changement est intra-familial si : (i) il y a un dirigeant la première année et deux la deuxième année, et le nom de famille d'un des cogérants qui n'était pas dirigeant avant est le même que celui du précédent dirigeant (unique) ; (ii) inversement, il y a deux co-gérants la première année et un unique dirigeant la deuxième année, et le nom de famille du dirigeant unique est le même que celui d'un cogérant de l'année précédente (sans que ce soit lui-même).

faisait pas partie de l'actionnariat dans la période précédente ;

- l'entreprise est rachetée par une entreprise et devient une filiale (dans ce cas-là, c'est l'entreprise acheteuse qui détient désormais le contrôle) ;
- l'entreprise reste indépendante mais n'est plus patrimoniale.

Pour les transmissions de contrôle qui ont lieu entre 2009 et 2013, on fait l'hypothèse que l'année précise à laquelle a eu lieu ce changement est l'année où il y a eu le plus important changement de la liste des dirigeants de l'entreprise. On identifie ces années en utilisant l'information sur les dirigeants des entreprises dont nous disposons pour les années 2010, 2011 et 2012<sup>8</sup>.

Les entreprises ayant connu une telle transmission de contrôle à l'extérieur de la famille initialement dominante sur la période allant de 2005 à 2013 représentent 18 % des entreprises de notre échantillon. Chaque année, ce sont environ entre 5 et 9 % des entreprises présentes l'année précédente qui connaissent ce type de changement de gouvernance (Tableau 1.4). En général, les rachats par des particuliers ne faisant pas partie de la famille autrefois majoritaire constituent 30 à 40 % de ces changements de contrôle, quand les reprises par une personne morale (groupe industriel ou fonds) représentent en moyenne chaque année la moitié des transmissions de contrôle à un tiers.

---

8. Pour rappel, « seule » l'information sur l'actionnariat des entreprises est absente des données pour les années 2010, 2011 et 2012 qui sont à notre disposition.

**TABLEAU 1.4 – Caractérisation des trajectoires des entreprises**

Type de changement (%)	05-06	06-07	07-08	08-09	09-10	10-11	11-12	12-13
<b>Direction - dont :</b>	5,15	4,23	2,75	3,37	2,80	3,95	2,72	5,13
intra-familial	40,06	36,48	37,67	38,11	46,18	45,11	42,45	51,02
extra-familial	0,50	0,76	0,92	0,98	12,83	18,11	8,60	7,69
<b>Changement externe du contrôle - dont :</b>	6,93	5,03	3,31	5,93	4,70	4,24	9,18	4,42
rachetée par une entreprise	19,61	24,82	26,68	20,07	21,67	31,33	56,32	23,33
rachetée par un <i>private equity</i>	20,30	24,85	26,71	11,62	25,54	17,07	28,89	17,64
devenue non patrimoniale	17,36	15,16	14,30	29,53	28,65	30,17	6,41	29,82
rachetée par un individu/famille	42,73	35,17	32,32	38,78	24,13	21,43	8,39	29,20
Cessation d'activité	12,43	9,49	33,98	7,92	0,00	0,00	0,00	24,21
Aucun changement	75,49	81,25	59,97	82,77	92,50	91,81	88,09	66,24
<b>TOTAL</b>	<b>100,00</b>							

LECTURE : Entre 2005 et 2006, 5,15 % des entreprises ont connu un changement de direction dont 40,06 % identifiés comme étant intra familiaux.

NOTE : Entre 2009 et 2013, les années de changements de contrôle sont estimées à partir des données AMADEUS 2010, 2011 et 2012 sur la direction. Pour les changements de direction, la somme des changements intra- et extra-familiaux ne somme pas à 100 % car certains changements ne peuvent être caractérisés.

SOURCE : AMADEUS et LIFI 2005-2013.

### **1.4.3 Recoupement des différents changements de gouvernance**

Les transmissions du contrôle de l'entreprise à un tiers et les changements de direction intra- et extra-familiaux constituent les événements dont on tâchera de mesurer les effets sur les performances des entreprises (chapitre 4). Toutefois, il convient de noter que le changement de contrôle de l'entreprise que nous avons défini, d'une part, et le changement de direction d'autre part, ne sont pas des événements indépendants. C'est en particulier le cas pour les changements de direction extra-familiaux : deux tiers des entreprises qui connaissent un tel changement de direction sur la période connaissent aussi, sur cette même période, une transmission du contrôle de l'entreprise à un tiers. Les chances de connaître un changement de direction extra-familial après avoir connu un changement de contrôle s'élèvent quant à elles à 22 %, soit une proportion bien moindre que pour les entreprises connaissant d'abord un changement de direction extra-familial, mais néanmoins légèrement supérieure à celle des entreprises de l'échantillon total.

Dans plus de 60 % des cas d'entreprises qui connaissent à la fois un changement de contrôle et un changement de direction extra-familial sur la période 2005-2013, ces deux changements de gouvernance ont lieu exactement la même année. Dans une très large majorité des cas restants, le changement de direction extra-familial a lieu avant le changement de contrôle – le plus souvent, il a lieu l'année qui précède le changement d'actionnariat.

La concomitance, ou quasi-concomitance, du changement de contrôle et du changement de direction est moins marquée pour les changements de direction intra-familiaux, même si la coïncidence exacte des deux changements concerne 15 % des cas d'entreprises connaissant les deux changements sur la période.

Il convient de noter toutefois que la façon dont nous attribuons une année précise d'occurrence du changement de contrôle pour les changements ayant lieu entre

2009 et 2013 a pour effet qu'automatiquement, une entreprise qui connaîtrait à la fois un changement de contrôle et un changement de direction entre 2009 et 2013 aura mécaniquement les deux changements la même année.

## 1.5 Mesurer les performances des entreprises

Les données FICUS et FARE fournissent des informations sur les entreprises qui permettent de construire un certain nombre d'indicateurs de performance, à partir desquels nous évaluerons l'effet d'un changement de direction ou d'une reprise de l'entreprise par une entité externe sur les performances économiques.

L'appariement de notre panel d'entreprises patrimoniales avec les données FICUS et FARE permet d'obtenir, pour une entreprise de notre échantillon qui serait présente dans les données FARE de 2000 à 2014, des informations sur ses performances sur l'ensemble de cette période. En appariant ainsi nos données issues des fichiers AMADEUS avec les liasses fiscales FICUS et FARE<sup>9</sup>, on obtient une base de 2,4 millions d'observations correspondant aux 207 839 entreprises identifiées comme patrimoniales au moins une année sur la période constituée des années 2005 à 2009 et 2013. Plus d'un tiers des entreprises sont observées sur l'intégralité de la période 2000-2014 ; plus de la moitié des entreprises sont observées au moins 11 ans. Une entreprise est observée dans ces données de panel en moyenne 11 ans.

Pour chaque année d'observation de l'entreprise dans les données FICUS-FARE, sous réserve que les variables nécessaires soient effectivement renseignées, nous sommes en mesure de calculer les indicateurs suivants :

- Indicateurs de court terme : Nous retenons comme indicateurs de performance de court terme la **valeur ajoutée** hors taxe ainsi que la **rentabilité des actifs**, calculée comme le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et

---

9. On supprime au passage les entreprises appartenant au secteur NAF L (secteur immobilier) l'année de leur entrée dans l'échantillon AMADEUS 2005-2013. Cela représente un peu plus de 2000 entreprises.

le total des actifs de l'entreprise, qui est un indicateur fréquemment utilisé pour mesurer la productivité du capital d'une entreprise. La valeur ajoutée par salarié est utilisée comme indicateur de la **productivité du travail**.

- Indicateurs de moyen et long terme : Le **taux d'investissement**, calculé comme le ratio entre les montants investis en immobilisations et le stock des immobilisations, est utilisé comme indicateur de la façon dont se projettent les entreprises, et in fine de leur dynamisme. Le **ratio de la dette de l'entreprise sur les actifs nets** nous permet quant à lui de suivre l'évolution de la manière dont les entreprises financent leurs opérations. Nous serons également attentifs à l'évolution des **effectifs salariés moyens**.
- Indicateurs de flux fiscaux : Enfin, des indicateurs relatifs aux **cotisations sociales** versées et aux **impôts acquittés** (impôts sur les bénéfices, taxe professionnelle, taxe foncière, taxe d'apprentissage, etc.) sont mobilisés, notamment pour appréhender l'évolution des comportements d'optimisation fiscale des entreprises.

Les variables monétaires sont exprimées en euros constants (en « euros 2000 »). La valeur ajoutée hors taxe et les effectifs salariés moyens ayant des distributions relativement dispersées, nous les exprimons en logarithme<sup>10</sup>. Cette transformation permet d'atténuer le poids des valeurs extrêmes. Pour l'ensemble des variables ratios, nous procédons à une winsorisation, c'est-à-dire que nous attribuons aux 1 % des valeurs les plus élevées la valeur du 99ème centile ; et symétriquement pour les 1 % des valeurs les plus faibles.

---

10. Afin que cette opération ne génère pas artificiellement des valeurs manquantes lorsque la variable vaut zéro, nous ajoutons automatiquement un pour chaque observation.

## CHAPITRE 2

### ANALYSES DESCRIPTIVES

Dans ce chapitre, nous présentons des éléments descriptifs sur la population des entreprises qui connaissent un changement de contrôle externe (transmission à un tiers extérieur à la famille initialement dominante, ou reprise par une personne morale), en étudiant, pour l'essentiel des indicateurs présentés dans la partie 1.5, la distribution de ces variables en 2005 pour les entreprises présentes dans l'échantillon cette année-là, et l'évolution des moyennes entre 2000 et 2014, pour les entreprises connaissant un tel traitement et pour les autres entreprises de l'échantillon.

#### **2.1 Éléments descriptifs comparés sur les indicateurs de « taille » et de rentabilité de l'entreprise**

Les entreprises qui vont connaître, lors des huit années à venir, une transmission de leur contrôle à une personne physique ou morale extérieure à la famille initialement dominante, sont en 2005 plutôt plus grosses que les autres (Graphiques 2.1). Elles sont en effet moins nombreuses que les autres à avoir des effectifs salariés moyens annuels inférieurs en logarithme à 3, c'est-à-dire à 20 salariés.

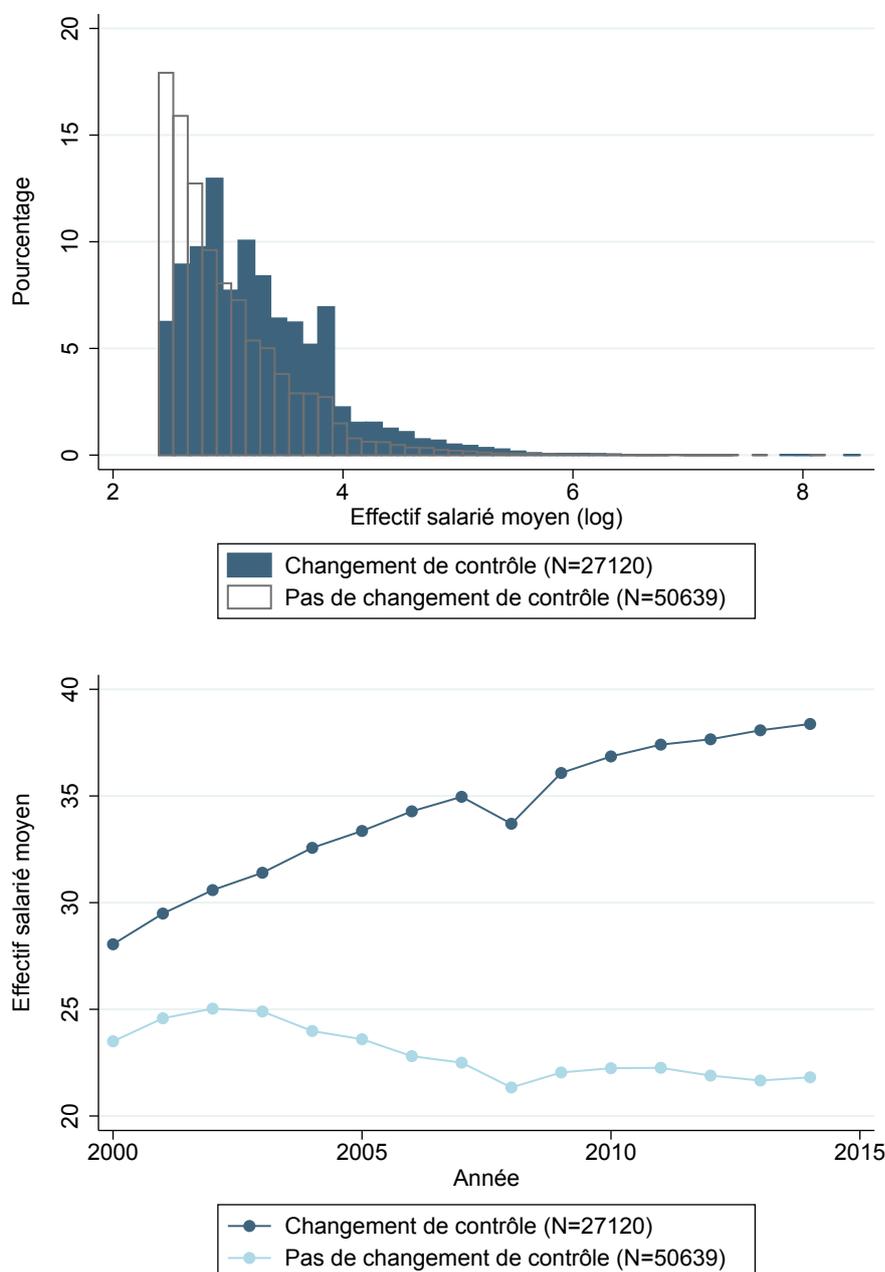
Les écarts en termes d'effectifs salariés moyens semblent par ailleurs se creuser sur l'ensemble de la période 2000-2014. Hormis une légère baisse en 2008, les

effectifs moyens pour ce groupe d'entreprises connaissent une tendance croissante tout au long de la période, passant de 28 à 38 salariés en moyenne ; quand ceux des entreprises qui ne connaîtront pas de changement majeur de contrôle sur la période 2005-2013 sont décroissants jusqu'en 2008, et stagnants ensuite, atteignant un niveau légèrement inférieur à celui observé en début de période.

Pour la valeur ajoutée, le constat est plutôt similaire (Graphiques 2.2). La distribution de la valeur ajoutée hors taxes en 2005, en logarithme de milliers d'euros, est distordue vers la droite pour les entreprises qui connaîtront un changement de contrôle d'ici 2013 ; elles sont plus nombreuses, en proportion, à avoir une valeur ajoutée hors taxes supérieure à 1,1 millions d'euros. De manière similaire à ce qu'on observe pour les effectifs salariés moyens, les entreprises du groupe « traité » connaissent jusqu'en 2009 une évolution de leur valeur ajoutée moyenne croissante dans l'ensemble, qui contraste avec le profil stagnant de la valeur ajoutée moyenne des entreprises du groupe « témoin ». Pour les entreprises connaissant un changement de contrôle sur la période, la crise de la fin des années 2000 porte un réel coup d'arrêt à leur augmentation moyenne de valeur ajoutée, quand elle donne lieu à une décroissance plus marquée pour les entreprises qui ne connaissent pas de changement de contrôle majeur entre 2005 et 2013.

Les entreprises qui connaissent un changement de contrôle externe entre 2005 et 2013 sont aussi plus rentables que les autres (Graphiques 2.3). Parmi celles dont on observe les performances en 2005, les entreprises du groupe traité sont ainsi plus nombreuses que les autres à avoir une rentabilité des actifs qui soit positive. La rentabilité moyenne des entreprises traitées reste par ailleurs, sur l'ensemble de la période 2000-2014, supérieure à celle observée parmi les entreprises du groupe témoin. Il convient toutefois de noter que si la rentabilité moyenne des deux groupes évolue dans l'ensemble de façon parallèle, les entreprises du groupe traité semblent davantage affectées, du point de vue de la rentabilité, par la crise de 2008.

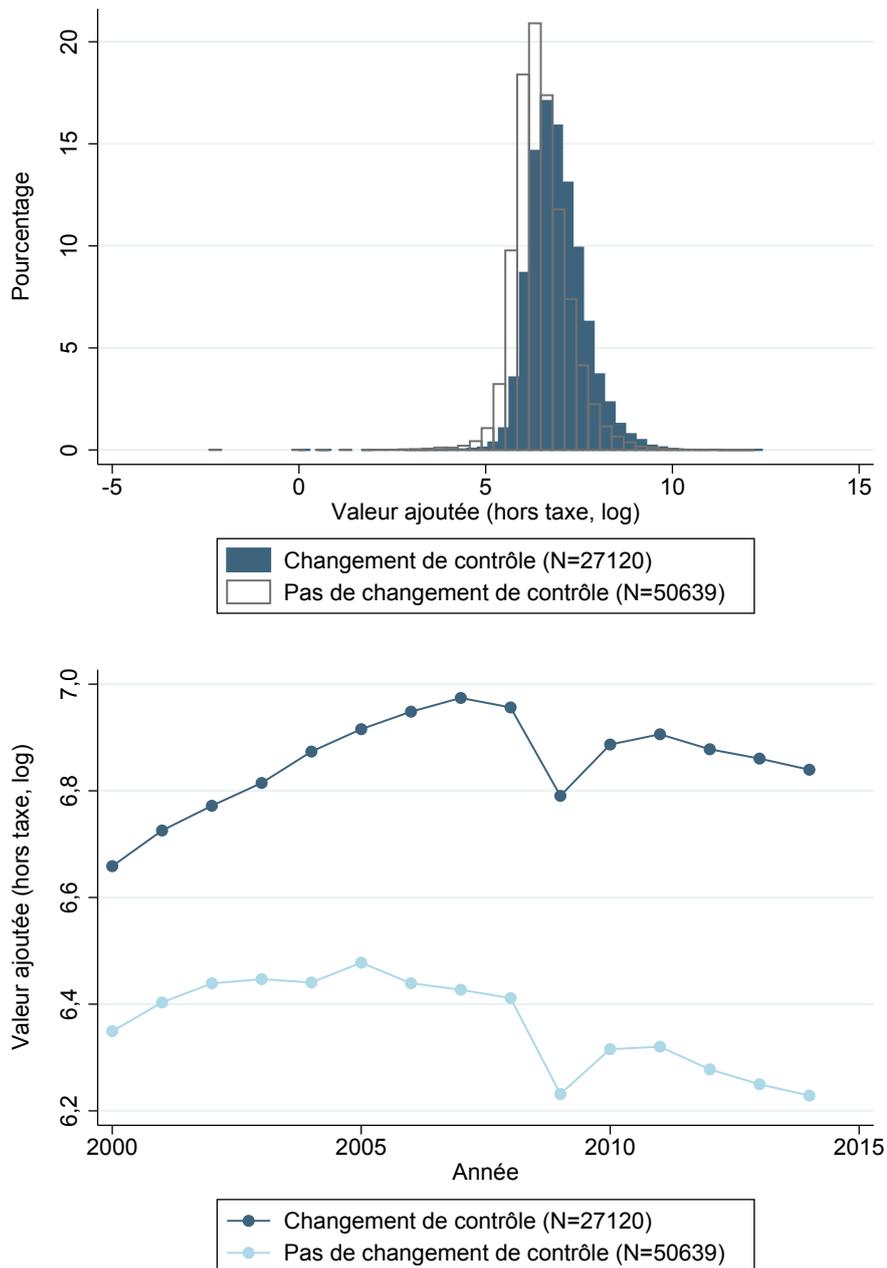
**FIGURE 2.1 – Distribution (2005) et évolution (2000-2014) des effectifs salariés moyens**



LECTURE : Les populations représentées dans ces deux graphiques sont les entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. En 2005, environ 17 % des entreprises du groupe témoin ont un effectif salarié moyen d'un peu plus de deux (en logarithme), soit de 10 salariés, contre seulement 6 % pour les entreprises du groupe traité (graphique du haut). L'effectif salarié moyen dans le groupe traité est en moyenne de 28 salariés en 2000, contre 38 en 2014 (graphique du bas).

SOURCE : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

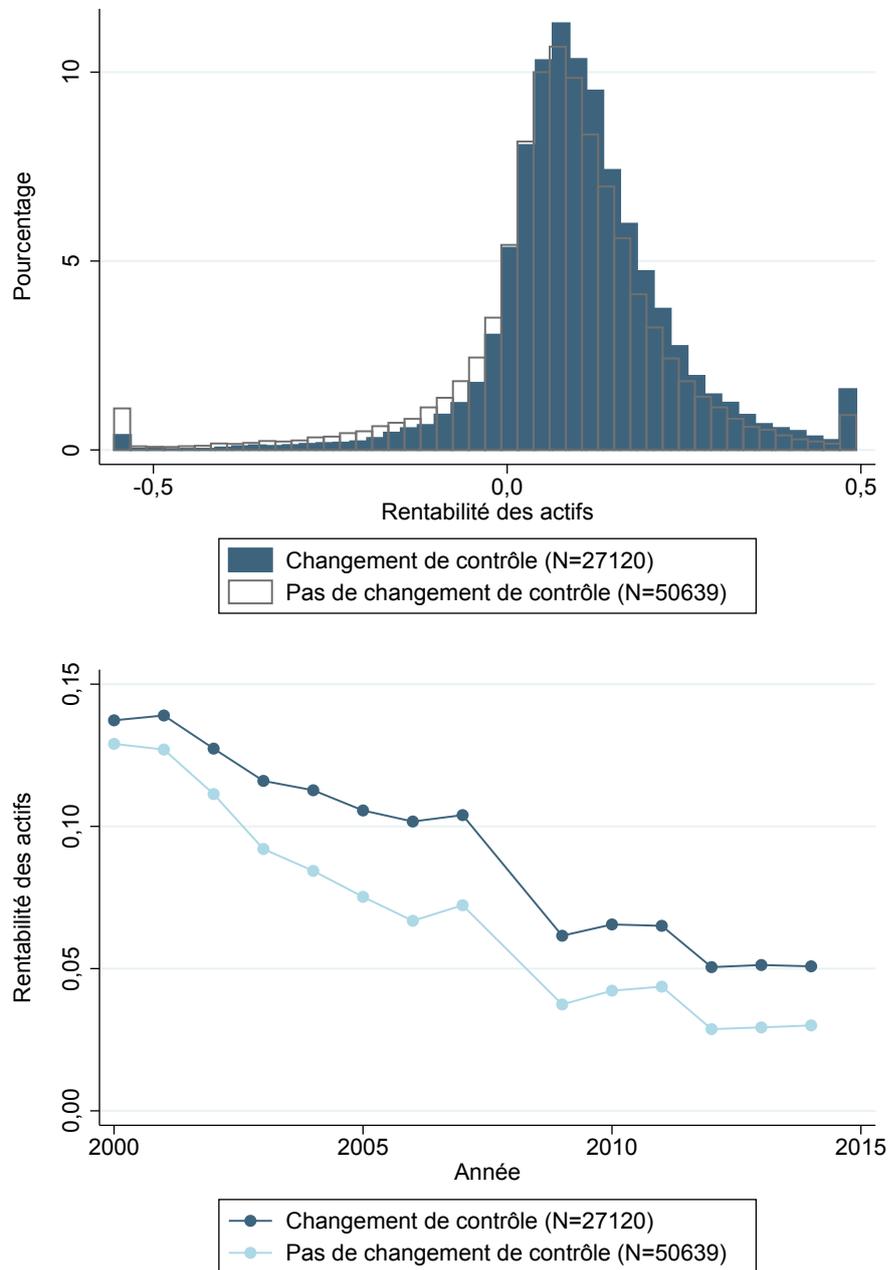
**FIGURE 2.2 – Distribution (2005) et évolution (2000-2014) de la valeur ajoutée hors taxes**



LECTURE : Les populations représentées dans ces deux graphiques sont les entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. Environ 21 % des entreprises du groupe témoin ont en 2005 une valeur ajoutée hors taxe d'environ sept (en logarithme de milliers d'euros, soit un peu plus d'un million d'euros) contre seulement 15 % pour les entreprises du groupe traité (graphique du haut). La valeur ajoutée moyenne dans le groupe traité est, en logarithme de milliers d'euros, en moyenne égale à 6,5 (soit 665 000 euros) en 2000, contre 6,8 (près de 900 000 euros) en 2014 (graphique du bas).

SOURCE : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

**FIGURE 2.3 – Distribution (2005) et évolution (2000-2014) de la rentabilité des actifs**



LECTURE : Les populations représentées dans ces deux graphiques sont les entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. En 2005, environ 10 % des entreprises des groupes traité et témoin ont une rentabilité des actifs de 0,15 (graphique du haut). La rentabilité moyenne dans le groupe traité est de 0,14 en 2000, contre 0,05 en 2014 (graphique du bas).

NOTE : Les variables nécessaires pour calculer la rentabilité des actifs n'étant pas disponibles en 2008, aucun point n'est reporté pour cette année.

SOURCE : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## 2.2 Éléments descriptifs comparés sur les financements de l'entreprise

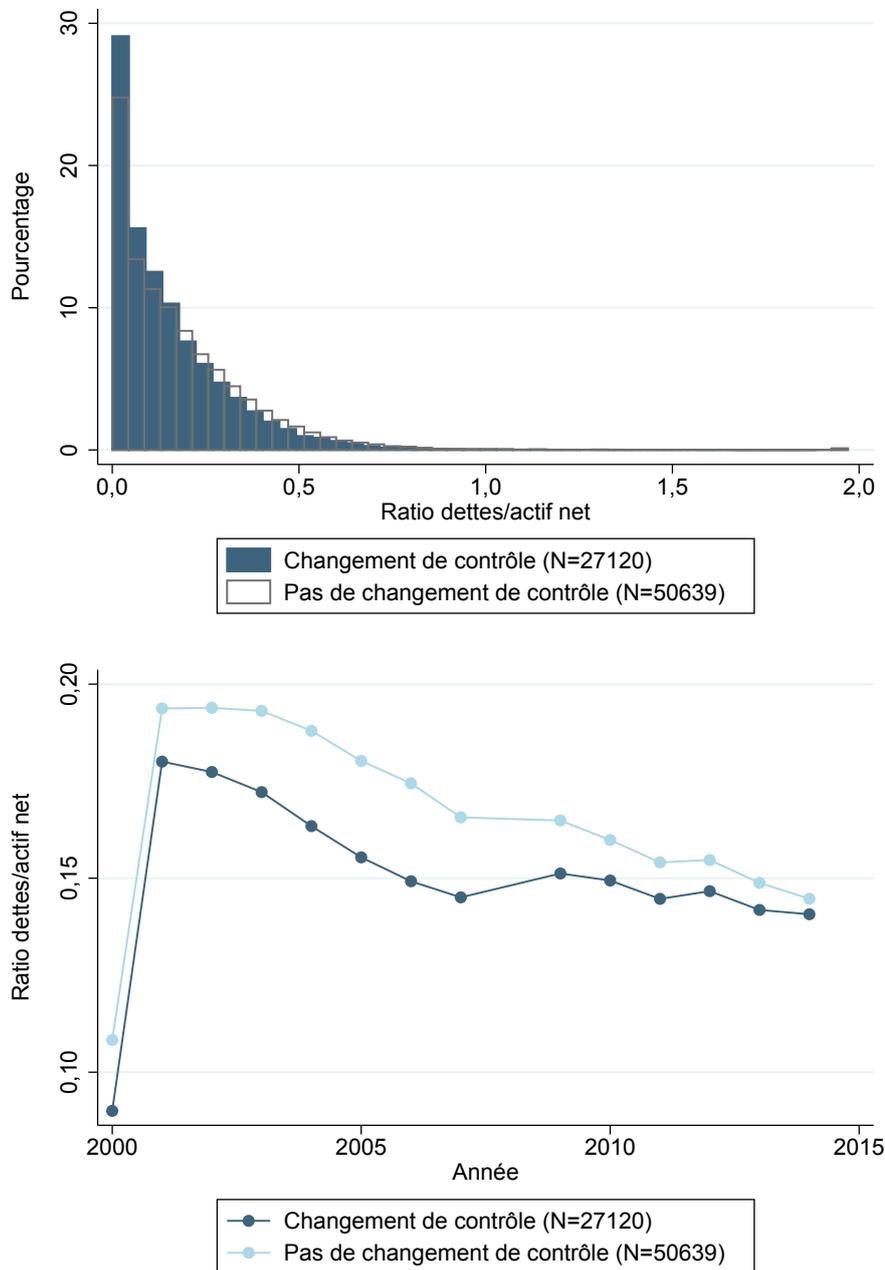
Si pour la cohorte des entreprises présentes dès 2005 dans l'échantillon constitué à partir d'AMADEUS, les entreprises qui vont connaître un changement majeur de contrôle semblent différentes, en statique et en évolution, de leurs homologues du point de vue des effectifs, de la valeur ajoutée et de la rentabilité, ce constat est moins marqué pour les variables indiquant le mode de financement des entreprises, et leur propension à réinvestir dans leur entreprise.

De manière attendue, en regardant la distribution des *equity ratios* à un moment donné, on observe que les entreprises qui vont connaître un changement de contrôle sont aussi les entreprises qui ont, plus souvent que les autres, un ratio dettes sur actif net proche de zéro (Graphiques 2.4). Si elles sont plus grandes, plus productives et plus rentables que les autres, elles sont aussi davantage contraintes financièrement, ce qui peut indiquer un potentiel inexploité, intéressant pour des repreneurs. Sur l'ensemble de la période, l'*equity ratio* moyen des entreprises du groupe traité reste toujours inférieur à celui des entreprises qui ne connaissent pas de changement de contrôle entre 2005 et 2013. Si l'évolution du ratio moyen des deux groupes semble d'abord parallèle les premières années, l'écart entre les deux groupes se resserre, ce qui peut indiquer une sensibilité différente à la conjoncture, un retour à la moyenne, ou encore un effet des changements de contrôle qui ont eu lieu. On peut toutefois noter que cette convergence est due à une décroissance prolongée du ratio moyen des entreprises témoins, quand les entreprises du groupe traité connaissent plutôt une stabilisation moyenne.

Si les entreprises qui vont connaître un changement de contrôle ont, en 2005, assez peu recours à l'endettement, elles sont en revanche moins nombreuses que les entreprises du groupe témoin à avoir un taux d'investissement proche de zéro

(Graphiques 2.5). Les taux d'investissement moyens des deux groupes sont très proches et évoluent sensiblement dans le même sens, bien que celui du groupe témoin chute davantage entre 2007 et 2009 que celui du groupe témoin.

**FIGURE 2.4 – Distribution (2005) et évolution (2000-2014) du ratio dettes sur actif net**

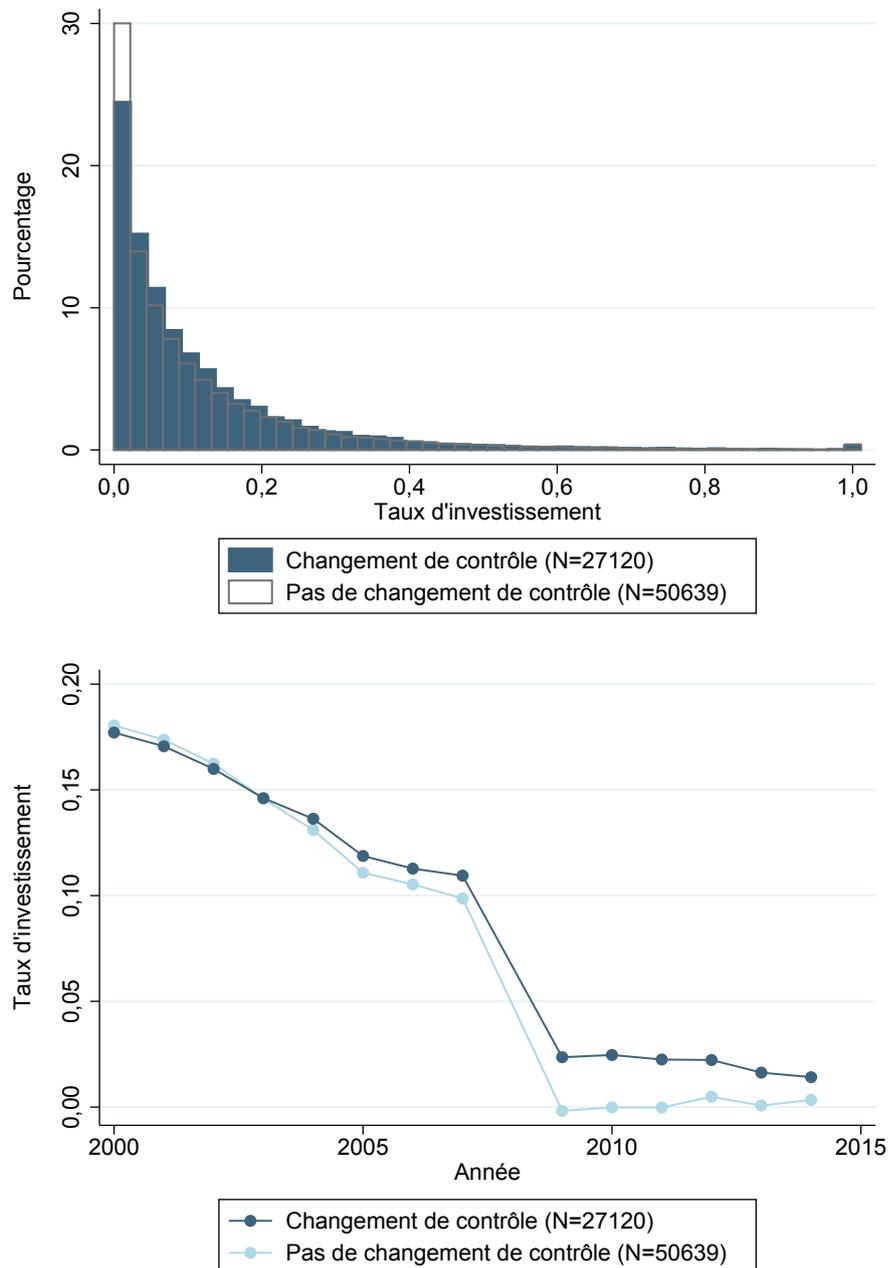


LECTURE : Les populations représentées dans ces deux graphiques sont les entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. En 2005, près de 30 % des entreprises du groupe traité ont un ratio dettes sur actif net nul, contre 25 % des entreprises témoins (graphique du haut). Le ratio dettes sur actif net moyen dans le groupe traité est de 0,18 en 2001, contre 0,14 en 2014 (graphique du bas).

NOTE : Les variables nécessaires pour calculer le ratio dettes sur actif net n'étant pas disponibles en 2008, aucun point n'est reporté pour cette année.

SOURCE : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

**FIGURE 2.5 – Distribution (2005) et évolution (2000-2014) du taux d'investissement**



LECTURE : Les populations représentées dans ces deux graphiques sont les entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. En 2005, 30 % des entreprises du groupe témoin ont un taux d'investissement nul contre 25 % dans le groupe traité (graphique du haut). Le taux d'investissement moyen dans le groupe traité est de 17 % en 2000, contre 3 % en 2014 (graphique du bas).

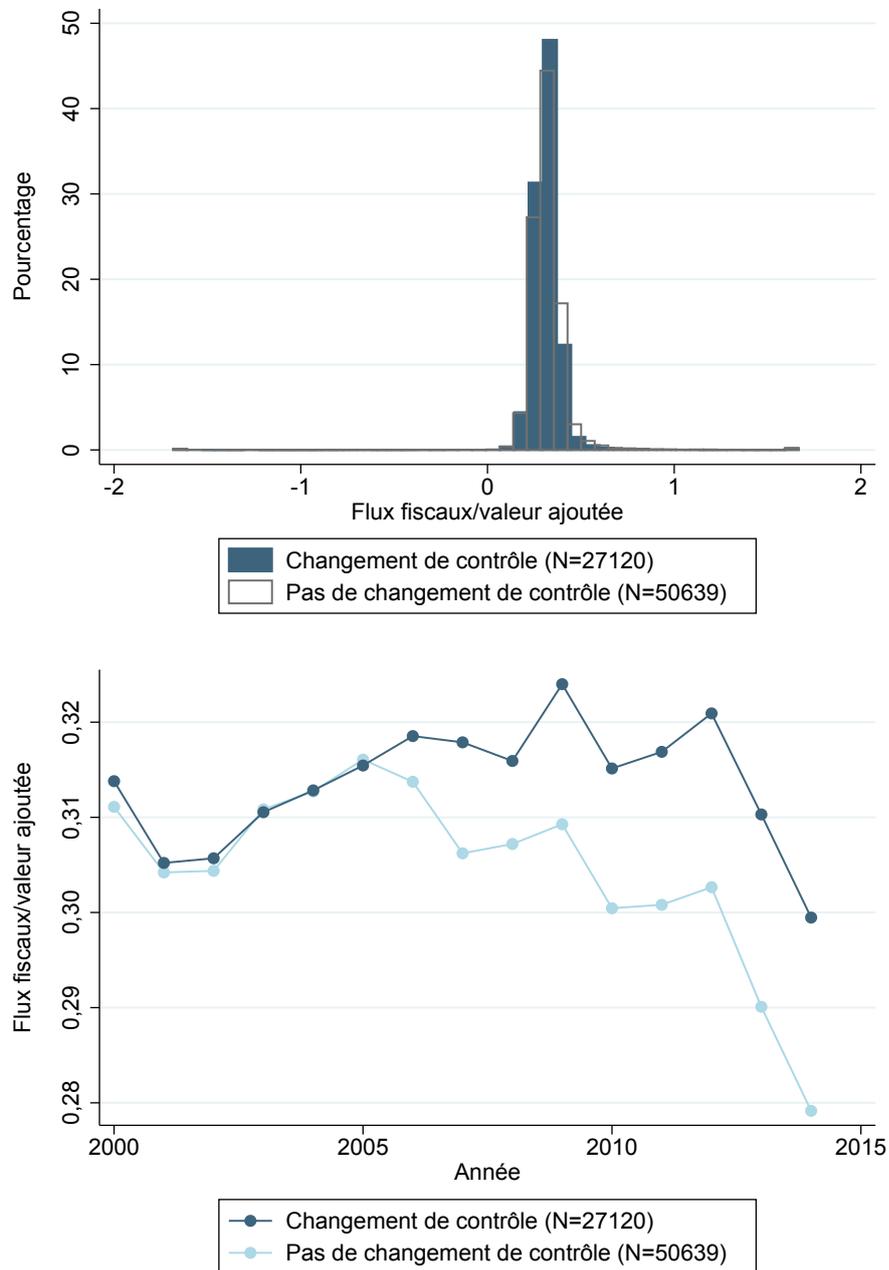
NOTE : Les variables d'immobilisations n'étant pas disponibles en 2008, les taux d'investissements n'ont pas pu être calculés pour cette année : aucun point n'est donc reporté.

SOURCE : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## **2.3 Éléments descriptifs comparés sur les flux fiscaux**

La distribution du montant des flux fiscaux rapportés à la valeur ajoutée des entreprises semble, en 2005, relativement similaire pour les deux groupes d'entreprises (Graphiques 2.6). Les ratios moyens des entreprises traitées et témoins sont très proches jusqu'en 2005, pour ensuite diverger sensiblement : les entreprises témoins connaissent une baisse de leur ratio des flux fiscaux sur la valeur ajoutée, à l'exception d'une hausse en 2008 et 2009 puis en 2011 ; les entreprises du groupe traité connaissent, elles, dans l'ensemble une augmentation tendancielle de cet indicateur moyen jusqu'en 2012.

**FIGURE 2.6 – Distribution (2005) et évolution (2000-2014) du total des flux fiscaux rapporté à la valeur ajoutée**



LECTURE : Les populations représentées dans ces deux graphiques sont les entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. En 2005, environ 50 % des entreprises du groupe traité ont des flux fiscaux rapportés à la valeur ajoutée environ égaux 0,4, contre 45 % dans le groupe témoin (graphique du haut). Le ratio moyen dans le groupe traité est d'un peu plus de 0,31 en 2000, contre 0,3 en 2014 (graphique du bas).

NOTE : Les flux fiscaux regroupent les charges sociales, les impôts sur les bénéfices ainsi que les autres taxes et impôts (taxe professionnelle, taxe d'apprentissage, etc.).

SOURCE : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## **2.4 Bilan des analyses descriptives**

Les entreprises du groupe témoin et traité sont ainsi différentes du point de vue des effectifs, de la valeur ajoutée et de la rentabilité, tant en niveau qu'en évolution : les entreprises qui connaissent à un moment donné entre 2005 et 2013 un changement de contrôle externe sont plus grandes, en effectifs salariés et en valeur ajoutée, et plus rentables, et elles paraissent soit davantage, soit moins sensibles à la conjoncture que les entreprises témoin, du point de vue de ces indicateurs.

Bien qu'elles soient plus grandes et plus rentables, les entreprises qui vont connaître un changement de contrôle externe sont aussi des entreprises qui, davantage que les autres, ont peu recours à l'endettement pour se financer. Cela est cohérent avec l'idée que les reprises en France seraient motivées par l'existence d'entreprises à fort potentiel, mais au comportement financier plutôt conservateur. La différence entre les deux groupes d'entreprises en termes d'investissement est, pour autant, plutôt faible, et évolue de manière relativement similaire. Que ce soit pour l'*equity ratio* ou le taux d'investissement, la différence de moyenne entre les deux groupes tend soit à s'agrandir, soit à s'amenuiser à la fin de la période, ce qui peut indiquer aussi bien une réaction différente à la conjoncture qu'un effet du changement de contrôle.

## CHAPITRE 3

# PRÉSENTATION DE LA MÉTHODE

## ÉCONOMÉTRIQUE

Après avoir caractérisé notre population d'entreprises (chapitre 1) et décrit leurs caractéristiques (chapitre 2), nous présentons dans ce chapitre la méthode économétrique mise en œuvre pour mesurer l'effet d'un changement de contrôle ou de direction sur les performances des entreprises. Nous présentons les dernières restrictions apportées au panel d'entreprises pour les besoins de l'évaluation (partie 3.1), puis détaillons la méthode économétrique des différences de différences retenue (partie 3.2).

### 3.1 Probabilité de transition et restriction de l'échantillon

Nous nous intéressons à deux grands types de changements de gouvernance (appelés « traitements ») dans le cadre de cette étude : les changements de direction (intra- ou extra-familiaux) et les changements de contrôle qui ont lieu à l'extérieur de la famille. Plus spécifiquement, nous nous intéressons au devenir des entreprises ayant connu un changement de direction, ou ayant été rachetées par un individu

(ou par un groupe d'individus) qui n'était pas auparavant un actionnaire de l'entreprise, par une autre entreprise, ou par un fonds d'investissements. Pour chaque type de changement de gouvernance, les entreprises qui connaissent ce type de transmission constituent le groupe des entreprises dites « traitées », et tout l'objectif de l'analyse économétrique sera de comparer leurs trajectoires à celles des autres entreprises patrimoniales initialement mais n'ayant pas connu une telle transmission (groupe « témoin »).

Avant de procéder à l'analyse économétrique dont nous détaillons la méthodologie ci-après (partie 3.2), nous appliquons deux types de restrictions supplémentaires à l'échantillon : nous constituons un premier échantillon d'analyse en supprimant les observations traitées ou témoins dont les caractéristiques les rendent peu comparables aux autres entreprises (partie 3.1.1), puis un second dans lequel nous apparions chaque entreprise traitée à une ou plusieurs entreprises témoins aux caractéristiques proches (partie 3.1.2). Cette restriction un peu plus contraignante nous permet de comparer des entreprises plus similaires du point de vue des caractéristiques observables.

### **3.1.1 Suppression des observations atypiques**

Afin que les résultats de l'analyse économétrique ne soient pas tirés par des entreprises atypiques, nous calculons la probabilité de connaître un changement de direction (sans distinguer ici entre les changements intra- ou extra-familiaux) ou un changement de contrôle à l'extérieur de la famille en fonction des caractéristiques initiales de l'entreprises<sup>1</sup>. Plus spécifiquement, nous estimons, séparément pour chaque traitement, le modèle décrit par l'équation 3.1 sur les entreprises entrées dans l'échantillon au plus tard en 2009, puis utilisons cette estimation pour prédire la probabilité de connaître un changement pour toutes les entreprises de

---

1. Nous considérons que les caractéristiques initiales des entreprises sont celles de l'année d'entrée dans notre panel de données AMADEUS, c'est-à-dire 2005 au plus tôt.

notre panel. Nous avons choisi d'exclure les entreprises entrées en 2013 dans le panel pour estimer le modèle 3.1 car par construction, au vu des données disponibles, nous ne pouvons identifier de changement de contrôle pour ces entreprises. L'équation estimée se présente comme suit :

$$T_i = \alpha + \beta X_{i,t_0} + \epsilon_i \quad (3.1)$$

où :

- $T_i$  est une variable dichotomique valant 1 si l'entreprise  $i$  connaît un changement de contrôle (respectivement de direction) à un moment entre 2005 et 2009, et zéro sinon ;
- $X_{i,t_0}$  est un vecteur de caractéristiques de l'entreprise l'année de son entrée dans l'échantillon constitué à partir d'AMADEUS, susceptibles d'influencer la probabilité de connaître un changement ;
- $\beta$  est le vecteur des coefficients que nous cherchons à estimer et qui représentent l'effet de chaque variable sur la probabilité d'être traité. Ce sont ces coefficients que nous utilisons pour prédire ensuite la probabilité pour chaque entreprise ;
- $\epsilon_i$  est le terme d'erreur qui regroupe toutes les caractéristiques *inobservables* qui influent sur le fait de connaître ou non un changement.

Les variables explicatives ( $X_i$ ) incluses pour expliquer la probabilité de connaître un changement sont de deux types : des variables reflétant les performances des entreprises, et des variables décrivant la direction et la composition du conseil d'administration. A l'issue de plusieurs tests sur les variables pertinentes à inclure<sup>2</sup> nous avons retenu les indicateurs de performances et les caractéristiques de l'entreprise suivants : un indicateur de la productivité des salariés, la rentabilité des actifs, le

---

2. Les critères utilisés pour choisir ou non d'inclure les variables dans notre modèle sont i) le pouvoir explicatif de la variable, en regardant si la part de la variance expliquée par la variable (le  $R^2$ ) augmente ; ii) la significativité de la variable.

stock d'immobilisations totales, l'effectif salarié moyen, l'âge de l'entreprise, le ratio dettes sur fonds propres, et son secteur d'activité selon la nomenclature d'activités française (NAF). Pour les variables relatives à la gouvernance de l'entreprise, nous avons retenu le nombre de membres du CA, une indicatrice valant un si le dirigeant est âgé de plus de 55 ans, ainsi qu'une variable reflétant les visées dynastiques de l'entreprise. Cette dernière a été construite en considérant qu'une entreprise était davantage susceptible d'avoir des visées dynastiques s'il y avait homonymie entre le nom du dirigeant et la raison sociale de l'entreprise, ou si la forme juridique de l'entreprise est une SARL. D'après notre mesure et selon les années, entre un quart et un tiers des entreprises patrimoniales de notre échantillon ont des visées dynastiques.

Les résultats de l'estimation de l'équation 3.1 pour les deux traitements (changement externe de contrôle et changement de direction) sont reportés dans le Tableau 3.1. La taille de l'entreprise, ainsi que sa rentabilité, sa productivité et le niveau des investissements, sont associés à une probabilité plus grande de connaître un changement de gouvernance. Inversement, et comme attendu, les entreprises ayant un faible *equity ratio* ont une probabilité plus importante, en moyenne, de voir leur direction ou leur contrôle changer, ce qui soutient l'idée de reprises d'entreprises motivées par un potentiel sous-exploité. L'âge du dirigeant joue également un rôle important puisque les entreprises dont le dirigeant est âgé de plus de 55 ans ont, toutes choses étant égales par ailleurs, une probabilité d'être traitée supérieure de 0,04 et 0,09 points. Enfin les entreprises ayant des visées dynastiques ont une plus faible probabilité de connaître un changement de contrôle externe à l'entreprise relativement aux autres, et en revanche une probabilité plus forte de connaître un changement de direction, ce qui n'est pas surprenant puisque les changements de direction incluent les transmissions intra-familiales.

A partir des coefficients issus de l'estimation reportée dans le Tableau 3.1, nous prédisons pour chaque entreprise, à partir de ses caractéristiques au moment de

**TABLEAU 3.1 – Estimation de la probabilité de connaître un changement de contrôle externe ou un changement de direction**

Variables	Coefficients estimés	
	Changement de contrôle externe	Changement de direction
<i>Variables de performance</i>		
Productivité des salariés	0,002***	0,001***
Rentabilité des actifs	0,117***	0,055***
Immobilisations totales (log)	0,015***	0,010***
Effectifs salariés moyens (log)	0,186***	0,067***
Ratio dettes/actifs nets	-0,067***	-0,057***
Age de l'entreprise (log)	-0,005**	0,020***
<i>Variables de gouvernance</i>		
Homonymie	-0,080***	0,031***
Nb. de membres du CA	0,009***	0,005***
Dirigeant > 55 ans	0,038***	0,090***
Nb. observations	101 339	101 339
R <sup>2</sup>	0,110	0,056

LECTURE : La productivité des salariés influence positivement la probabilité de connaître un changement de contrôle externe, et cet effet est significatif à 1 %.

NOTES : Les coefficients reportés dans ce tableau sont issus de l'estimation de l'équation 3.1 avec en variable dépendante la probabilité de connaître un changement de contrôle externe à la famille ou un changement de direction, quel qu'il soit. Sont également incluses des indicatrices pour le secteur d'activité, ainsi qu'une indicatrice prenant en compte le cas où l'âge du dirigeant est manquant. Les étoiles indiquent la significativité du coefficient. \* : significatif au seuil de 10 % ; \*\* : significatif au seuil de 5 % ; \*\*\* : significatif au seuil de 1 %.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

son entrée dans le panel, la probabilité de connaître un changement de de direction ou de contrôle à l'extérieur de la famille initialement dominante. La probabilité moyenne d'être traitée est d'environ 31 % pour les changements de contrôle et de 19 % pour les changements de direction. Cette étape nous permet de retirer de l'échantillon d'analyse les entreprises qui, au vu de leurs caractéristiques initiales, ont une probabilité anormalement forte (supérieure à 90 %) ou faible (inférieure à 10 %) de connaître un tel changement, ou ont un score manquant en raison de valeurs manquantes pour un ou plusieurs des prédicteurs. Nous retirons au total 75 305 entreprises pour les changements de contrôle (respectivement 84 605 pour les changements de direction), dont seulement 3 741 en raison d'un score

trop faible ou trop élevé (respectivement 13 041), ce qui nous fait un panel total de 132 534 entreprises pour l'analyse économétrique portant sur les changements de contrôle, et de 123 234 observations pour les changements de dirigeants (voir Tableau 3.2).

### **3.1.2 Restriction aux entreprises traitées et témoins aux caractéristiques les plus proches**

L'échantillon précédent n'excluant que les entreprises atypiques, il est fort probable qu'il y ait, pour chacun des traitements, parmi les entreprises témoins, des observations aux caractéristiques sensiblement différentes qui pourraient influencer les résultats. En effet comme nous l'avons vu dans les statistiques descriptives (chapitre 2), les entreprises traitées et témoins n'ont pas les mêmes caractéristiques au moment de leur entrée dans le panel de données. Pour ce second échantillon d'analyse, nous choisissons donc d'imposer des restrictions un peu plus fortes en ne conservant, pour chaque entreprise traitée, qu'une (ou plusieurs) entreprises témoins ayant des caractéristiques initiales très proches.

Nous combinons pour ce faire les techniques d'appariement exact et d'appariement sur score de propension, en recalculant la probabilité de connaître un changement (de contrôle externe, ou de direction) séparément pour chaque secteur d'activité<sup>3</sup>. En d'autres termes, nous estimons l'équation 3.1 autant de fois qu'il y a de secteurs d'activité, en utilisant les mêmes variables explicatives que dans l'estimation de la partie 3.1.1. Pour chaque entreprise traitée, nous conservons au maximum les dix entreprises témoins ayant le score le plus proche au sein du même secteur d'activité et éliminons parmi celles-ci i) celles qui ne sont pas entrées et sor-

---

3. Nous utilisons le niveau le plus agrégé de la nomenclature NAF pour décrire les secteurs d'activité. Le secteur K (qui contient les *holdings*) regroupe trop peu d'observations et est exclu de l'échantillon car il est impossible d'estimer la probabilité pour ces secteurs. Les nouveaux secteurs D et E, correspondant aux activités de production d'eau et d'électricité, sont regroupés afin d'avoir un secteur plus important, et ce conformément à l'ancienne nomenclature NAF en vigueur avant 2008.

ties du panel aux mêmes années que l'entreprise traitée, et ii) celles qui ont un score inférieur ou supérieur de plus de 0,5 point de pourcentage au score de l'entreprise traitée.

Il convient de noter qu'ayant effectué un tirage avec remise des entreprises témoins lors du processus d'appariement, une même entreprise témoin peut être appariée à plusieurs entreprises traitées. Nous leur donnons alors un poids égal au nombre de traitées pour lesquelles elles sont des « jumelles », et nous ne les conservons qu'une seule fois dans la base de données. Cette variable de poids est égale à un pour toutes les autres entreprises, traitées comme témoins, et est utilisée pour pondérer les résultats de nos estimations. Pour ce dernier échantillon, nous disposons d'un total de 65 633 entreprises lorsque l'on considère les changements de contrôle, et de 58 484 entreprises pour les changements de direction. Le Tableau 3.2 récapitule la taille des échantillons dont on dispose en fonction des restrictions imposées et du traitement considéré.

**TABLEAU 3.2 – Récapitulatif des échantillons de traités et de témoins selon les restrictions**

Restriction	Changement de contrôle		Changement de direction	
	Total	dont traitées	Total	dont traitées
Echantillon total	207 839	37 840	207 839	23 020
Restriction au support commun	132 534	33 800	123 234	20 051
Restriction plus proche(s) jumeau(x)	65 633	28 551	58 484	18 350

LECTURE : Dans le panel d'entreprises patrimoniales sur la période 2000-2014, nous disposons de 207 839 observations avant d'imposer la restriction au support commun ou de ne conserver que les plus proches jumeaux.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## 3.2 Méthode économétrique

L'approche économétrique retenue pour cette étude est une approche par différences de différences. Dans le cas classique où l'on n'a que deux périodes, cette méthode consiste à comparer les trajectoires des entreprises traitées à celles des entreprises témoin avant et après avoir reçu le traitement. Nous tirons avantage du fait que, plutôt que des données « en coupe », nous avons des données de panel, ce qui nous permet de contrôler de caractéristiques inobservables des entreprises fixes au cours du temps, par des « effets fixes » au niveau de l'entreprise. D'autre part, nous adaptons la méthode des doubles différences au fait que le changement de gouvernance n'arrive pas au même moment pour toutes les entreprises traitées, puisqu'il peut survenir à tout moment entre 2006 et 2013. Nous disposons en réalité de plusieurs périodes pré- et post-traitement, et incluons dans notre modèle autant d'indicatrices que de périodes à disposition. Nous définissons ces indicatrices de période pré- et post-traitement en notant :

- $t$  l'année considérée,  $t$  pouvant prendre les valeurs comprises entre 2000 et 2014 ;
- $N$  l'année à laquelle survient le changement de gouvernance de l'entreprise,  $N$  étant compris entre 2006 et 2013 ;
- $T_{itj}$  l'indicatrice valant 1 si  $t - N = j$  pour l'entreprise  $i$ . Par exemple, si une entreprise est traitée en 2007 ( $N$ ) et que nous regardons ses performances en 2009 ( $t$ ),  $j$  vaudra 2 (nous nous plaçons deux années après l'année du traitement).  $j$  peut ainsi être interprété comme l'année *relative* par rapport à l'entrée en traitement.

Le traitement pouvant avoir lieu entre 2006 et 2013, et nos données couvrant la période de 2000 à 2014,  $j$  peut prendre une valeur comprise entre -13 et 8. Par symétrie et pour éviter d'avoir trop peu d'observations pour des valeurs « éloignées » de  $j$ , on se restreint à l'intervalle  $[-8, 8]$  en définissant  $T_{i,t,-8}$  comme valant 1 si

$t - N \leq 8$ . Pour les entreprises du groupe de contrôle, toutes ces indicatrices valent 0 par construction, car elles ne sont jamais traitées.

Une fois ces indicatrices définies, nous comparons les trajectoires des entreprises traitées à celles des entreprises témoins  $j$  années après l'occurrence du changement. Nous estimons l'effet, sur une variable d'intérêt, d'avoir connu un changement de contrôle ou de direction  $j$  années après le traitement, en comparant la valeur moyenne de cette variable pour les entreprises traitées en  $j$  (donc pour lesquelles  $T_{itj} = 1$ ) à la valeur moyenne de cette variable pour les entreprises « témoin » qui avaient la même valeur moyenne pour cette variable d'intérêt que les entreprises traitées, un an avant leur traitement. Cette dernière précision provient du fait qu'en raison de la colinéarité entre nos différentes indicatrices de traitement, l'estimation requiert d'en omettre une, qui est donc considérée comme la référence. Plus formellement, l'équation des différences de différences que nous estimons peut s'écrire de la manière suivante :

$$Y_{it} = \alpha_i + \delta_t + \sum_{j=-8}^8 \beta_j T_{itj} + \epsilon_{it} \quad (3.2)$$

où :

- $Y_{it}$  est la variable de performance pour l'entreprise  $i$  l'année  $t$  (voir la partie 1.5 pour les différentes variables de performances utilisées) ;
- $(T_{itj})_{j \in [-8,8], j \neq -1}$  est l'ensemble des indicatrices pré- et post-traitement, qui valent donc 1 si l'entreprise  $i$  fait partie des entreprises « traitées » et si en  $t$  on se situe  $j$  années après (avant, si  $j$  est négatif) le changement de gouvernance, et 0 sinon. Elles valent donc toujours 0 pour les entreprises témoin ;
- $\beta_j$  représente le vecteur de coefficients associés à chaque indicatrice  $T_{ijt}$ , et donne la différence moyenne de performance entre les entreprises traitées et témoins à la période  $j$  ;
- $\alpha_i$  et  $\delta_t$  sont respectivement des effets fixes entreprise et année qui nous per-

mettent d'une part de prendre en compte toutes les caractéristiques inobservables des entreprises fixes au cours du temps, et, d'autre part, de contrôler des chocs conjoncturels annuels qui affectent toutes les entreprises ;

- $\epsilon_{it}$  est le terme d'erreur qui contient le reste des dimensions inobservables qui affectent la valeur de  $Y$ .

L'hypothèse sous-jacente à ce modèle est que les deux groupes d'entreprises auraient connu des trajectoires similaires en l'absence du traitement, ce qui implique que toute divergence des performances entre les deux groupes à la suite du « traitement » peut être interprétée comme l'effet causal d'un changement de gouvernance. Cette hypothèse identifiante est par définition impossible à vérifier, puisque nous ne sommes pas en mesure d'observer cette situation contrefactuelle, ni d'observer toutes les caractéristiques des entreprises. A minima, nous testons si les entreprises traitées et témoins suivent des trajectoires identiques sur la période pré-traitement sur les variables de performances observables. Ce test dit des « tendances parallèles » permet de tester une hypothèse nécessaire mais pas suffisante pour justifier de l'utilisation des différences de différences (Givord, 2010). Cette hypothèse peut directement être testée par l'estimation de l'équation 3.2 : en effet, elle est validée si les coefficients associés aux indicatrices pré-traitement ( $T_{itj}$  pour  $j < 0$ ), qui représentent la différence de performances entre les entreprises traitées et témoins avant le changement, ne sont pas significativement différents de zéro. L'avantage des données de panel est que cette hypothèse est rendue d'autant plus crédible que nous sommes également en mesure de contrôler pour les caractéristiques des entreprises inobservables fixes au cours du temps.

Nous soulignons toutefois une des principales limites de notre approche économétrique, liée au fait que l'événement que nous considérons ici, à savoir le changement de direction ou de contrôle d'une entreprise à l'extérieur de la famille, n'est pas un événement complètement exogène et est potentiellement lié aux caracté-

ristiques de l'entreprise<sup>4</sup>. Par exemple, le rachat d'une entreprise peut avoir lieu lorsque l'entreprise enregistre de moins bonnes performances et nécessite une restructuration, ou, à l'inverse, le contrôle peut être cédé au moment opportun où les perspectives de profit sont plus élevées. Il en va de même pour les changements de direction : un dirigeant souhaitant transmettre l'entreprise à ses enfants le fera peut-être au moment où l'entreprise est en meilleure santé ; inversement, les actionnaires pourront décider de nommer un directeur extérieur à la famille si les perspectives sont moins bonnes. Dans tous les cas, en l'absence d'une variation exogène dans la probabilité de céder la direction ou le contrôle d'une entreprise, nous suggérons une interprétation plus descriptive que causale de nos résultats.

---

4. Cette limite n'est pas propre à notre étude et est très fréquente dans la littérature sur les liens entre gouvernance et performance des entreprises. Voir par exemple Boucly et al. (2011); Sraer et Thesmar (2007).



# CHAPITRE 4

## RÉSULTATS DE L'ANALYSE

### ÉCONOMÉTRIQUE SUR LES LIENS ENTRE

### CHANGEMENT DE GOUVERNANCE ET

### PERFORMANCE

Ce chapitre retranscrit les résultats de l'analyse économétrique mise en œuvre sur notre panel d'entreprises patrimoniales. Nous présentons d'abord les résultats des analyses menées sur l'ensemble de l'échantillon (partie 4.1), en comparant les trajectoires des entreprises ayant connu un changement de contrôle externe à la famille (entreprises traitées) aux autres entreprises (entreprises témoins). Ces résultats généraux sont ensuite analysés plus finement, en étudiant l'attrition des observations et en distinguant l'effet du traitement selon la période à laquelle a lieu le changement, selon la productivité initiale des salariés de l'entreprise, selon la taille de l'entreprise et selon le type de reprise (partie 4.2). Nous répétons ensuite cette analyse sur l'échantillon plus restreint des entreprises appariées sur le secteur d'activité et sur score de propension (partie 4.3). Dans une dernière partie, nous comparons les trajectoires des entreprises ayant connu un changement de direction

(intra- ou -extra-familial) au reste des entreprises (partie 4.4).

## **4.1 Résultats sur l'ensemble de l'échantillon – Changement de contrôle**

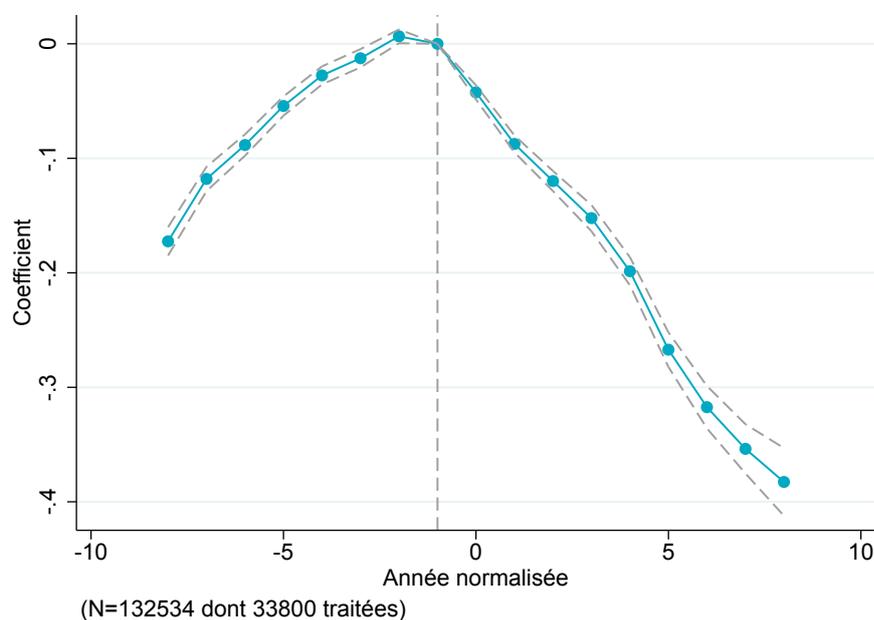
Nous commençons par estimer l'équation des différences de différences (équation 3.2) présentée au chapitre 3 sur l'ensemble des entreprises traitées et témoins, en considérant d'abord comme variable de traitement l'indicatrice valant un si l'entreprise a connu un changement de contrôle extérieur à l'entreprise. Nous analysons l'effet de ce changement sur les indicateurs suivants : la valeur ajoutée hors taxe, la rentabilité des actifs, la productivité des salariés, le ratio des dettes et emprunts sur l'actif net, le taux d'investissement, les effectifs salariés et enfin les flux fiscaux.

### **4.1.1 Effets d'un changement de contrôle externe sur les indicateurs de performances de court terme**

Si l'on s'intéresse dans un premier temps à l'évolution de la valeur ajoutée, on note une forte baisse relative de cet indicateur pour les entreprises ayant connu un changement de contrôle à l'extérieur de la famille par rapport aux entreprises du groupe témoin (Graphique 4.1). Alors que la valeur ajoutée des entreprises traitées est plutôt sur une pente ascendante pour les années antérieures au changement relativement aux entreprises témoins, la tendance s'inverse dès l'année du changement et la valeur ajoutée ne cesse de baisser sur les périodes suivantes : si l'on considère deux entreprises, l'une traitée et l'autre non, qui ont une même valeur ajoutée un an avant le rachat de la première, huit ans après la transmission du capital, la valeur ajoutée de l'entreprise traitée est inférieure de 38 % à celle de l'entreprise témoin.

Concernant la rentabilité des actifs (Graphique 4.2), on remarque que les entre-

FIGURE 4.1 – Effet d'une reprise sur l'évolution de la valeur ajoutée



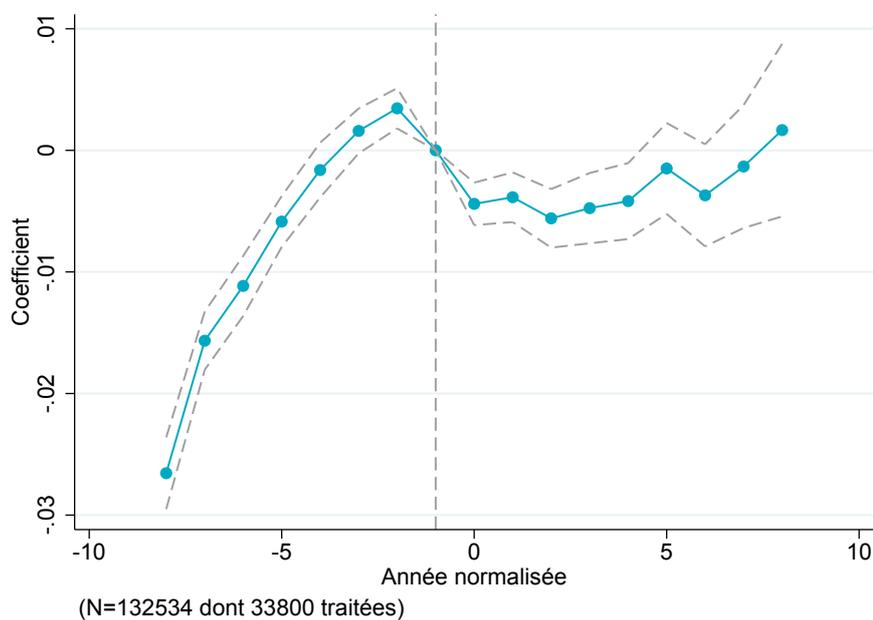
LECTURE : Si l'on prend deux entreprises ayant la même valeur ajoutée une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a une valeur ajoutée en moyenne inférieure de 38 % huit années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale). La variable est exprimée en logarithme.  $N$  indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

prises qui vont être reprises par un tiers connaissent une augmentation relative de leur rentabilité plus importante que les autres jusqu'à deux ans avant leur rachat. Les entreprises traitées semblent donc être des entreprises plus fragiles initialement, mais dont le potentiel de rentabilité est supérieur. Si, suite au rachat, le niveau de rentabilité d'une entreprise traitée se situe légèrement en dessous de celui d'une entreprise témoin qui avait le même niveau de rentabilité des actifs juste avant le rachat, le fait d'avoir connu un changement de contrôle semble néanmoins avoir un effet stabilisateur sur les années suivant la transition.

FIGURE 4.2 – Effet d’une reprise sur l’évolution de la rentabilité des actifs



LECTURE : Si l’on prend deux entreprises ayant la même rentabilité des actifs une année avant l’entrée en traitement, l’entreprise traitée a une rentabilité en moyenne inférieure de 2,5 points de pourcentage huit années avant le traitement par rapport à l’entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l’année antérieure au traitement (barre verticale). *N* indique le nombre d’entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

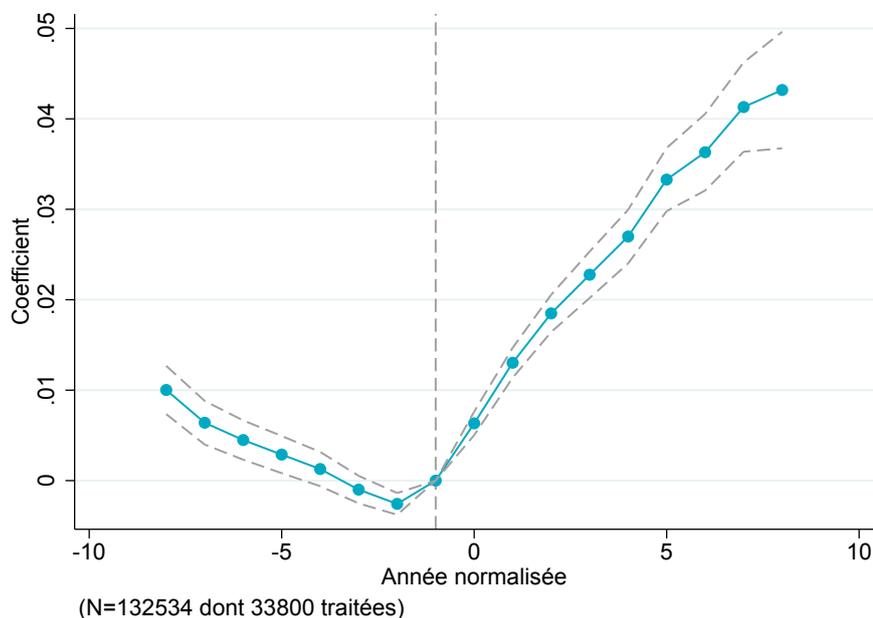
### 4.1.2 Effets d'un changement de contrôle externe sur les indicateurs de performances de moyen et long terme

La manière dont les entreprises financent leur activité évolue également sensiblement sur la période suivant le rachat. Conformément à ce qui est très fréquemment trouvé dans la littérature, nos résultats indiquent nettement que les entreprises faisant l'objet d'un rachat par une autre entité enregistraient, juste avant leur reprise par un tiers, une baisse relative de leur *equity ratio* par rapport aux entreprises témoin, mais qu'ensuite ces entreprises ont plus souvent recours à l'endettement que les entreprises non concernées par un changement, et ce de manière croissante (Graphique 4.3). Ainsi, cinq ans après la transition, une entreprise ayant connu un changement de contrôle aura en moyenne un ratio dettes sur actifs nets supérieur de 3,5 points de pourcentage à celui d'une entreprise témoin qui avait le même *equity ratio* juste avant que le changement de contrôle ait lieu.

Les entreprises traitées sont également plus dynamiques du point de vue de l'investissement, qui augmente significativement plus vite relativement au groupe d'entreprises témoin (Graphique 4.4), après la transmission de l'actionnariat mais aussi avant, bien que dans une moindre mesure. Le taux d'investissement en immobilisations est en moyenne supérieur de sept points de pourcentage huit ans après l'occurrence de la transition par rapport à celui d'une entreprise témoin similaire avant traitement, résultat qui est une fois de plus très caractéristique des rachats d'entreprises par un tiers.

Les résultats sur la productivité des salariés, calculée comme le rapport entre la valeur ajoutée et les effectifs salariés, suggèrent que le fait de connaître une transition fait immédiatement baisser le niveau de la productivité, relativement aux entreprises témoin. Alors qu'une entreprise traitée, relativement à une entreprise témoin de productivité similaire un an avant le traitement, avait en moyenne un niveau de productivité du travail plus élevé avant son rachat, le rapport s'inverse

**FIGURE 4.3 – Effet d’une reprise sur l’évolution du ratio dettes sur actif net**



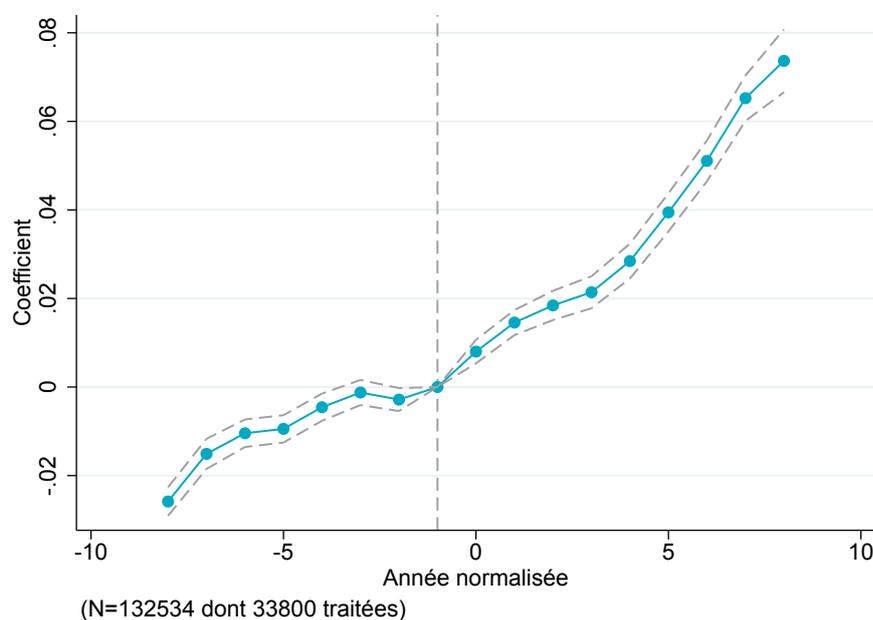
LECTURE : Si l’on considère deux entreprises ayant la même ratio de dettes sur l’actif net une année avant l’entrée en traitement, l’entreprise traitée a un ratio en moyenne supérieur de 3,5 points de pourcentage cinq années après le traitement par rapport à l’entreprise non traitée. NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l’année antérieure au traitement (barre verticale). *N* indique le nombre d’entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

sur les années post-traitement (Graphique 4.5).

Nous nous intéressons ensuite à l’effet d’un changement de contrôle extérieur à la famille sur l’emploi. La très grande majorité des études concluent en général à un effet plutôt mitigé des rachats d’entreprises par un tiers sur l’emploi : les reprises sont très souvent associées à une coupe dans les effectifs, ou à une augmentation des embauches plus lente que celle des entreprises non traitées (Lichtenberg et Siegel, 1990; Amess et Wright, 2007; Davis et al., 2014). L’étude de Boucly et al. (2011) fait plutôt figure d’exception : ils trouvent un effet positif sur l’emploi à la suite d’un rachat d’entreprise. Nos résultats semblent plutôt infirmer leur conclusions, comme en témoigne le graphique 4.6. Si l’on prend deux entreprises ayant

FIGURE 4.4 – Effet d'une reprise sur l'évolution du taux d'investissement



LECTURE : Si l'on prend deux entreprises ayant le même taux d'investissement une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a un taux supérieur de 6 points de pourcentage huit années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée.

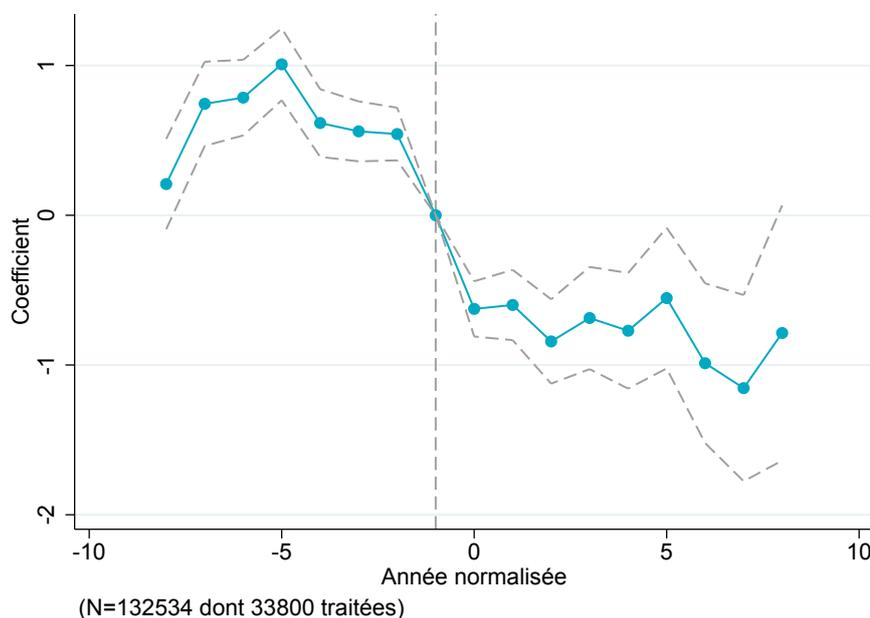
NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale). *N* indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

le même effectif salarié moyen une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise ayant connu un changement de contrôle a un effectif salarié en moyenne inférieur de plus de 30 % huit années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée. Cet effet étant particulièrement fort, nous tentons dans la partie suivante de mieux comprendre les mécanismes sous-jacents.

Notons par ailleurs que, bien que les effectifs salariés soient, relativement aux entreprises témoin, largement réduits suite à un changement de contrôle de l'entreprise, nous avons vu que les entreprises rachetées voient pour autant leur productivité du travail diminuer par rapport aux autres. Cela découle mécaniquement du fait que la baisse relative de la valeur ajoutée suite au rachat est plus marquée que la baisse relative concomitante des effectifs.

**FIGURE 4.5 – Effet d’une reprise sur l’évolution de la productivité des salariés**



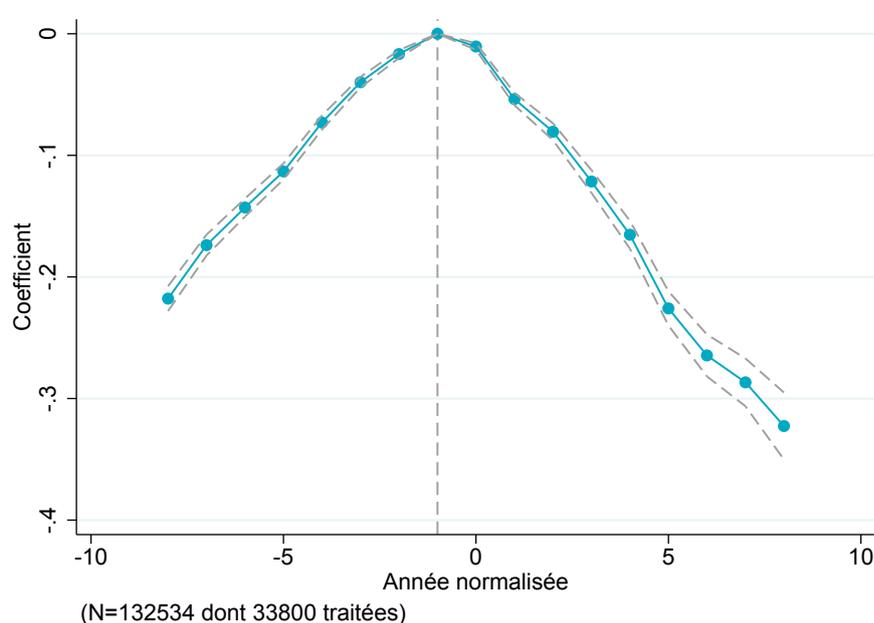
LECTURE : Si l’on prend deux entreprises ayant la même productivité des salariés une année avant l’entrée en traitement, l’entreprise traitée a une productivité des salariés en moyenne inférieure de près de 1 000 euros par salariés huit années après le traitement par rapport à l’entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l’année antérieure au traitement (barre verticale). *N* indique le nombre d’entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

Enfin, nous avons également regardé le lien entre changement de contrôle et l’évolution des flux fiscaux, qui regroupent les impôts sur les bénéfices, les charges sociales et les autres impôts et taxes, notamment les taxes d’apprentissage, foncière et professionnelle. L’effet d’une telle transition sur les flux fiscaux étant proche de zéro, nous reportons uniquement les graphiques en Annexe et ne commentons pas ces indicateurs par la suite, puisque aucune tendance claire et significative ne se dégage sur ces variables d’intérêt quel que soit l’échantillon ou le traitement considéré.

**FIGURE 4.6 – Effet d'une reprise sur l'évolution de l'effectif salarié moyen**



LECTURE : Si l'on prend deux entreprises ayant le même effectif salarié moyen une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a un effectif salarié en moyenne inférieur d'environ 30 % huit années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale). La variable est exprimée en logarithme.  $N$  indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## 4.2 Effets hétérogènes d'un changement externe du contrôle

Les résultats des premières analyses économétriques suggèrent donc que les entreprises qui connaissent une transmission de leur capital s'endettent et investissent plus, et de plus en plus, que leurs homologues ne connaissant pas un tel changement de contrôle. En même temps, les effectifs salariés moyens connaissent une évolution symétrique. Cette baisse du nombre de salariés suite au traitement s'accompagne d'une réduction plus importante encore de la valeur ajoutée, de sorte que les entreprises dont le contrôle a été transmis observent une translation vers le bas du niveau de leur productivité du travail par rapport aux entreprises qui leur étaient similaires (du point de vue de la productivité) juste avant le traitement.

Si les résultats concernant l'endettement et l'investissement sont plutôt conformes à l'intuition, la forte baisse des effectifs salariés associée à une transmission de l'actionnariat de l'entreprise doit être documentée. Celle-ci peut refléter des phénomènes bien différents : importantes réductions d'effectifs par le repreneur ; ré-allocation de la main d'œuvre au sein du groupe dans lequel l'entreprise a été intégrée ; ou encore, plus mécaniquement, un effet de sélection sur les entreprises traitées, et plus précisément un effet d'*attrition sélective*.

### 4.2.1 Des résultats tirés par l'attrition ?

Certaines entreprises de l'échantillon ne sont présentes dans les données FARE uniquement jusqu'à une date antérieure à 2014, pour différentes raisons ; parce qu'elles cessent leur activité ou parce qu'elles changent d'identifiant Siren, par exemple. Dans ce cas, on ne pourra pas observer leurs performances au-delà de cette date. Ce phénomène d'attrition pourrait expliquer certains des résultats obtenus si cette attrition est sélective, c'est-à-dire si elle diffère entre entreprises « trai-

tées » et « contrôles » et si, au sein du groupe des entreprises traitées, elle est plus importante parmi des entreprises qui ont plus ou moins de salariés, une valeur ajoutée plus ou moins grande, *etc.* Pour tenter d'expliquer notamment les fortes baisses du nombre de salariés associées au fait de connaître un changement de contrôle, on vérifie donc l'existence, ou non, d'une telle attrition sélective.

Le graphique 4.7 représente le différentiel de probabilité de disparaître de l'échantillon avant 2014 associé aux différentes variables indicatrices de traitement. Plus précisément, en reprenant les notations précédentes, il s'agit des coefficients  $\beta_j$  estimés par régression linéaire de l'équation suivante :

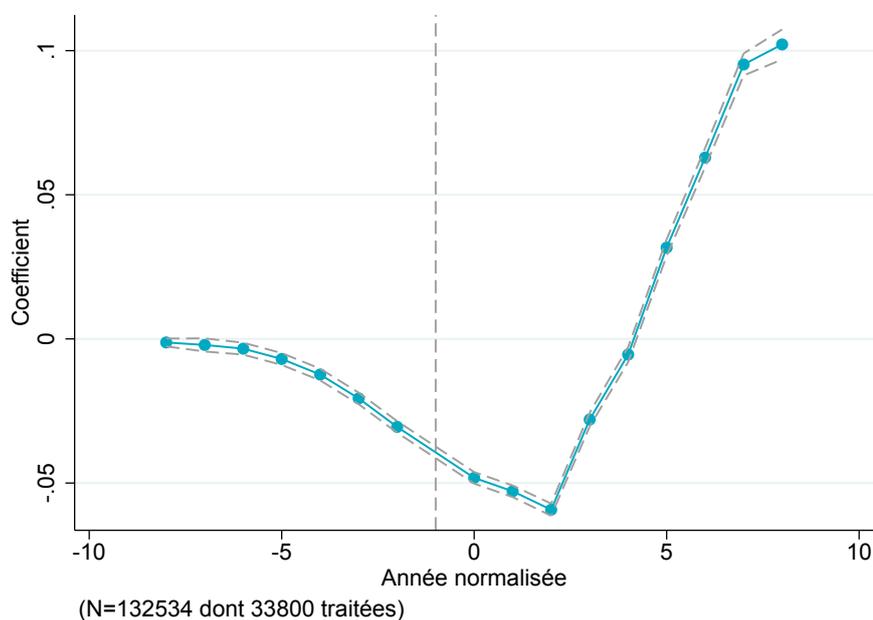
$$Y_{it} = \alpha_i + \delta_t + \sum_{j=-8}^8 \beta_j T_{itj} + \epsilon_{it} \quad (4.1)$$

où  $Y_{i,t}$  est ici une variable valant 1 si l'entreprise disparaît définitivement des données en  $t$ , et 0 sinon. Pour plus de lisibilité des coefficients, nous n'intégrons pas d'effets fixes au niveau de l'entreprise.

Il convient de remarquer que les entreprises traitées observées avant leur traitement ont mécaniquement une probabilité de disparaître ( $Y_{i,t}$ ) nulle puisque, par définition, on les observe par la suite. Les coefficients associés aux indicatrices pré-traitement sont donc négatifs, car les entreprises du groupe témoin connaissent une probabilité non nulle de disparaître des données dès lors qu'on se situe au-delà de l'année 2006. La différence de probabilité d'attrition entre les entreprises traitées et témoins baisse naturellement dès qu'on se situe après le traitement, puisque les entreprises traitées peuvent désormais elles aussi disparaître des données, mais ce n'est que cinq ans après l'occurrence d'un changement de contrôle que les entreprises traitées, en moyenne, connaissent une probabilité d'attrition plus importante que les entreprises du groupe témoin.

Cette attrition sélective relativement modérée, ne peut expliquer nos résultats que si la probabilité d'attrition diffère, au sein des entreprises traitées, selon le ni-

FIGURE 4.7 – Effet d'une reprise sur l'attrition



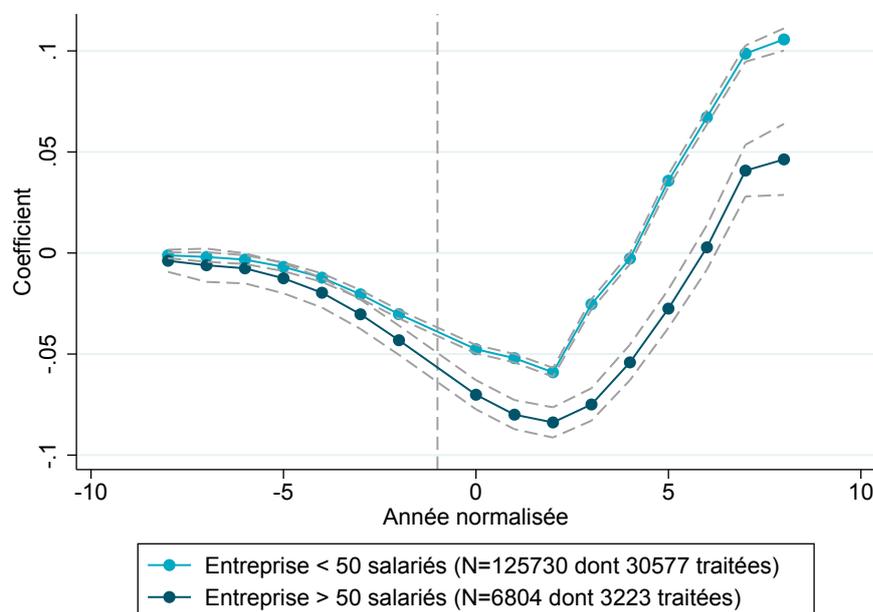
LECTURE : Huit années après le changement de gouvernance, les entreprises traitées ont une probabilité de disparaître de l'échantillon supérieure de 10 points par rapport à leurs homologues du groupe témoin comparables un an avant le changement.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée). *N* indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

veau de la variable d'intérêt. Ainsi, si les entreprises traitées les plus grandes (en termes d'effectifs salariés), ont plus de risques de disparaître des données que les entreprises traitées plus petites, cela pourrait expliquer que les coefficients associés aux périodes post-traitement pour les effectifs salariés soient fortement négatifs. On peut toutefois douter de cette hypothèse, puisqu'on peut supposer que la probabilité de cesser son activité ou d'être complètement dissoute est plus faible pour les grosses entreprises que pour les plus petites. Le graphique 4.8 confirme cette intuition : pour les entreprises de plus de 50 salariés initialement, l'effet du changement de contrôle sur le fait de disparaître des données FICUS-FARE est plus faible que celui estimé pour les entreprises plus petites.

**FIGURE 4.8 – Effet d'une reprise sur l'attrition selon la taille initiale de l'entreprise**



LECTURE : Huit années après le changement de gouvernance, les entreprises traitées ayant moins de 50 salariés ont une probabilité de disparaître de l'échantillon supérieure de 10 points de pourcentage par rapport à leurs homologues du groupe témoin comparables un an avant le changement.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée). *N* indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

L'attrition sélective des entreprises traitées n'explique donc pas notre résultat sur l'effet d'un changement de contrôle sur les effectifs salariés moyens relativement aux entreprises qui ne connaissent pas de changement de contrôle. D'autres caractéristiques des entreprises traitées pourraient expliquer les résultats obtenus de baisse des effectifs et de la valeur ajoutée.

## **4.2.2 Effets selon l'année d'occurrence de la transmission de l'entreprise**

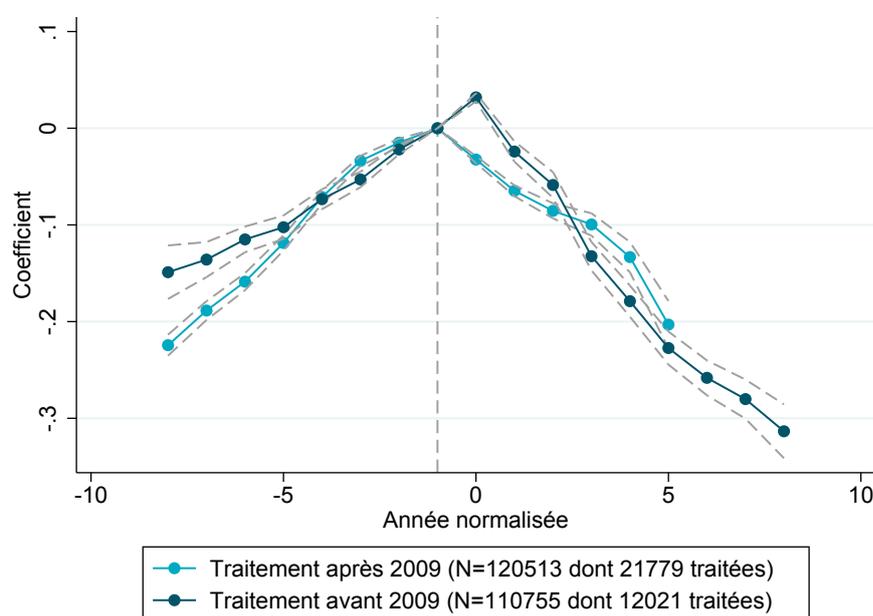
Les changements de contrôle observés ont lieu entre 2005 et 2013, une période très particulière en raison de la crise de la fin des années 2000. Quand bien même des effets fixes « année » sont intégrés dans l'équation estimée (3.2) pour tenir compte de l'effet spécifique d'une année sur la valeur prise par la variable d'intérêt, cette spécification ne permet pas de prendre en compte un éventuel effet différencié de la conjoncture sur la variable d'intérêt pour les entreprises traitées par rapport aux entreprises témoin.

Le graphique 4.9 indique qu'en ce qui concerne les effectifs salariés, la seule différence entre les coefficients estimés sur une population d'entreprises qui exclut les entreprises traitées en 2009 ou après, et ceux estimés sur une population qui exclut au contraire les entreprises traitées avant 2009, est que ces dernières connaissent une légère hausse relative de leurs effectifs salariés juste après avoir connu un changement de contrôle. Cela peut s'expliquer par le fait que la majorité des entreprises qui connaissent un changement de contrôle avant 2009 sont reprises en 2006 : les premières années après le changement de contrôle ont lieu avant la crise économique. On observe le même phénomène pour les coefficients associés à l'effet du traitement sur la valeur ajoutée. En revanche, il n'y a aucune différence entre les coefficients estimés sur les deux échantillons différents pour le ratio dettes sur actifs nets, le taux d'investissement et la rentabilité des actifs<sup>1</sup>. La période à laquelle a eu lieu le traitement ne semble donc pas expliquer nos résultats.

---

1. Les graphiques ne sont pas reportés dans le corps du texte ni en Annexe mais sont disponibles sur demande.

**FIGURE 4.9 – Effet d'une reprise sur les effectifs selon la période du traitement**



LECTURE : Si l'on prend deux entreprises ayant le même effectif salarié moyen une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée, parmi celles traitées avant 2009, a un effectif salarié en moyenne inférieur d'environ 30 % huit années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée).  $N$  indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

### **4.2.3 Effets selon la productivité initiale des entreprises**

On peut se demander si l'effet observé du changement de contrôle sur les performances de l'entreprise, et notamment sur les effectifs salariés, serait dû à des entreprises peu productives prépondérantes parmi les entreprises qui sont reprises par un tiers. En effet, les fortes réductions d'effectifs suite à une reprise peuvent faire davantage sens si les entreprises reprises sont peu productives. On estime donc la régression (3.2) séparément sur l'échantillon des entreprises faisant initialement partie des 25 % les moins (respectivement plus) productives<sup>2</sup>.

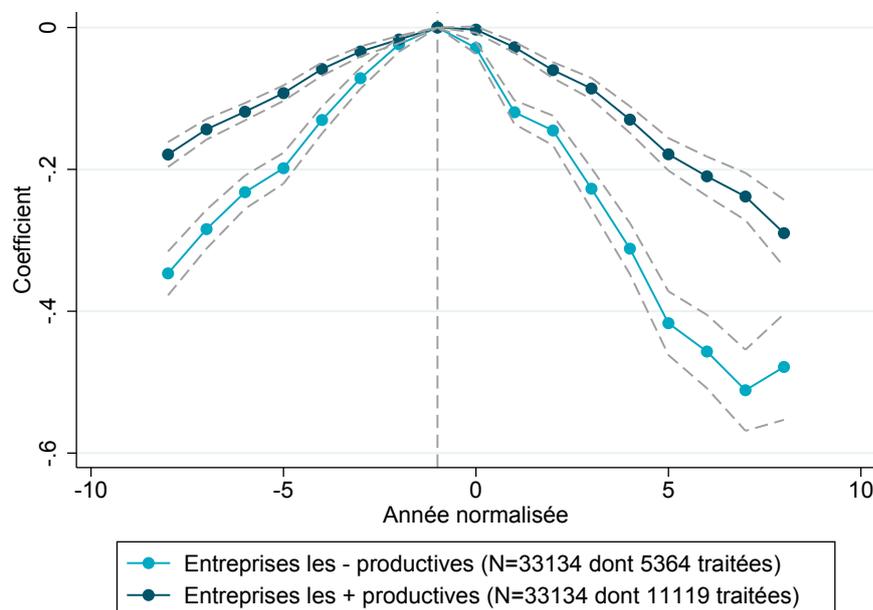
La différence de coefficients entre les deux régressions est assez nette pour les effectifs salariés (Graphique 4.10) : les entreprises traitées les moins productives initialement connaissent une chute bien plus prononcée de leurs effectifs relativement à leurs homologues témoins. Elles enregistrent une baisse de leurs effectifs de 40 % cinq ans après l'occurrence du changement, contre une baisse moitié moins importante parmi les entreprises les plus productives. Pour la valeur ajoutée, les coefficients estimés sur les deux sous-populations ne sont, en revanche, pas significativement différents.

Les effets sur la rentabilité des actifs (Graphique A.20 en Annexe) indiquent quant à eux de légers effets de sélection selon le niveau de productivité initial : les entreprises traitées parmi le sous-échantillon constitué des entreprises les moins productives initialement connaissent, avant leur rachat et relativement aux entreprises témoin du même groupe, une augmentation de la rentabilité des actifs plus importante que celle des entreprises traitées au sein du groupe des plus productives. A la suite de la transmission du contrôle, les entreprises traitées les moins productives continuent de connaître une meilleure évolution de leur rentabilité. Ce sont également celles-ci qui voient leur taux d'investissement augmenter plus

---

2. En d'autres termes, nous nous intéressons aux entreprises du premier quartile en terme de productivité initiale des salariés (les 25 % les moins productives) et du quatrième quartile (les 25 % les plus productives).

FIGURE 4.10 – Effet d'une reprise sur l'effectif salarié moyen selon le niveau initial de productivité



LECTURE : En se restreignant aux entreprises les moins productives initialement, en comparaison avec une entreprise du groupe témoin qui a un effectif salarié moyen identique un an avant le changement de contrôle, une entreprise traitée aura, quatre ans après sa reprise par un tiers, un effectif salarié en moyenne inférieur d'un peu plus de 30 % à celui de l'entreprise du groupe témoin. Parmi les entreprises les plus productives, cette différence est d'environ 15 %.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée). *N* indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

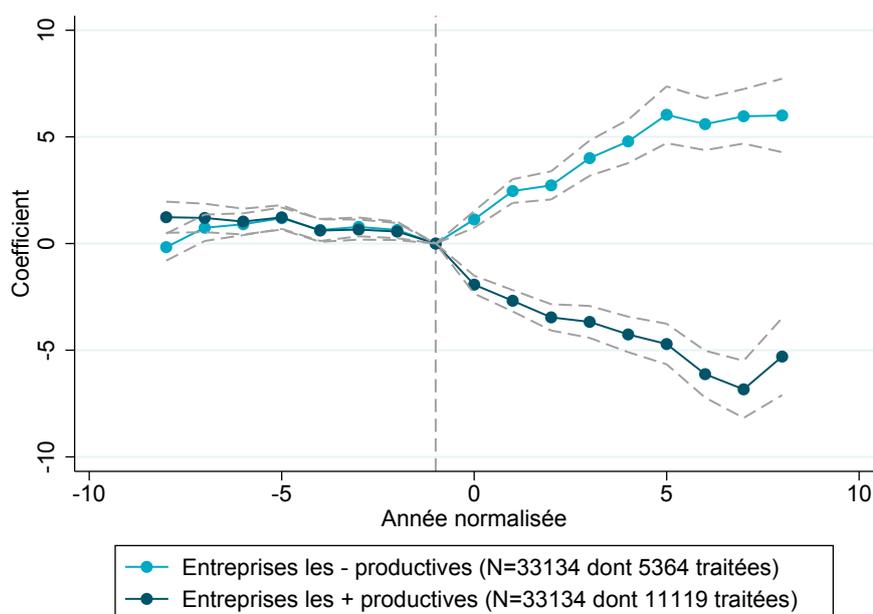
rapidement *post* changement de contrôle (Graphique A.19 en Annexe).

L'estimation séparée selon le niveau de productivité initial de la régression de la productivité des salariés (Graphique 4.11) montre, comme attendu, pour les deux sous-populations, très peu de différences entre entreprises traitées et contrôles en période pré-traitement, mais indique que si les entreprises traitées parmi les entreprises les plus productives voient leur productivité baisser suite au changement, on observe le phénomène inverse parmi la population des entreprises les moins productives. Ces résultats se déduisent logiquement de ceux obtenus sur la valeur ajoutée (Graphique 4.12) : la valeur ajoutée chute dans les mêmes proportions pour

les deux groupes d'entreprises, quand les réductions d'effectifs associées à la reprise sont largement plus marquées pour les moins productives.

Les transmissions d'entreprises à un tiers ont ainsi un effet fortement différencié selon le niveau de productivité initial. Elles engendrent des coupes dans les effectifs plus marquées pour les entreprises les moins productives initialement, mais stimulent leur taux d'investissement, la rentabilité des actifs ainsi que leur productivité. Ces effets sont beaucoup moins accentués sur les entreprises plus productives.

**FIGURE 4.11 – Effet d'une reprise sur la productivité des salariés selon le niveau initial de productivité**

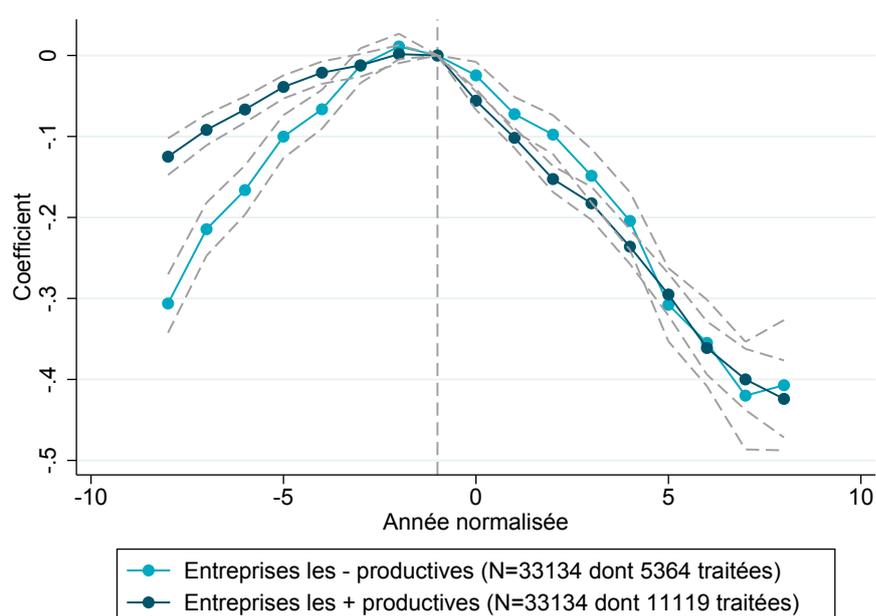


LECTURE : Parmi la sous-population des entreprises les moins productives, les entreprises ayant connu une reprise sont relativement plus productives que les entreprises témoin qui leur étaient comparables un an avant la reprise.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée).  $N$  indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

**FIGURE 4.12 – Effet d'une reprise sur la valeur ajoutée selon le niveau initial de productivité**



LECTURE : Parmi la sous-population des entreprises les plus productives initialement, les entreprises ayant connu une reprise enregistrent une valeur ajoutée plus faible que les entreprises témoin qui leur étaient comparables un an avant la reprise.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée).  $N$  indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

#### 4.2.4 Re compositions ou restructurations ?

On peut tenter de voir si la baisse des effectifs salariés est liée à des recompositions d'effectifs au sein d'un groupe, ou à de réelles coupes dans les effectifs, en utilisant une variable qui donne une indication du type de reprise. En effet, les entreprises qui sont rachetées par un groupe industriel et absorbées dans celui-ci ne sont a priori pas, au sein de ce groupe, l'unité qui représente la plus grande fraction de la main d'œuvre du groupe. A l'inverse, des entreprises rachetées par des individus ou des fonds de pension resteraient a priori l'unité, au sein du groupe qu'elles composent seule (dans le premier cas) ou du fonds de pension (dans le second cas), qui constitue la majeure partie des effectifs du groupe. On estime donc les régressions correspondant à nos différentes variables d'intérêt séparément pour les entreprises de l'échantillon qui restent, pendant toute la période, l'unité la plus importante de leur groupe, et pour les entreprises qui ne restent pas les unités principales du groupe auquel elles appartiennent<sup>3</sup>.

Les différences de coefficients pour les régressions ayant comme variable dépendante les effectifs salariés ou la valeur ajoutée suggèrent une baisse légèrement plus accentuée pour les entreprises les plus importantes au sein du groupe à la suite de la reprise, mais la différence d'évolution avec les entreprises qui se font absorber par un groupe devient assez rapidement non significative (Graphiques A.21 et A.22 en Annexe)<sup>4</sup>. On note toutefois que la reprise ne semble avoir aucun effet sur le comportement d'investissement des entreprises qui ne restent pas l'unité la plus importante de leur groupe (Graphique A.23 en Annexe).

---

3. Nous utilisons les informations de LIFI pour calculer, pour chaque année et pour chaque entreprise, la part que représentent les effectifs de l'entreprise dans le total du groupe. Nous construisons ensuite une variable indicatrice valant 1 si l'entreprise est la plus importante du groupe sur **toute** la période, et zéro sinon.

4. Nous avons également regardé les effets hétérogènes du changement de contrôle en fonction du type de racheteur (personne physique, groupe industriel ou fonds de pension), qui est une autre façon d'appréhender les phénomènes d'absorption d'entreprises. Les résultats sont relativement similaires : nous n'observons pas de différence significative de l'effet d'une transmission du contrôle selon le type de racheteur.

### 4.2.5 Des entreprises rachetées plus cycliques que les autres ?

Quand bien même les fortes réductions d'effectifs seraient de réelles restructurations, encore faut-il comprendre pourquoi on observe, dans les entreprises reprises par un tiers, à la fois ces restructurations *et* des baisses de performance, en particulier de la valeur ajoutée.

Or, les graphiques des coefficients estimés sur l'ensemble de l'échantillon (partie 4.1) montrent, pour les indicateurs de performance de court terme, une inversion de tendance : les entreprises qui ont connu un changement de contrôle avaient, avant la transmission du capital et relativement aux entreprises témoin, une valeur ajoutée croissante, et voient leur valeur ajoutée décroître relativement à celle des entreprises témoin suite à leur rachat, et l'évolution relative de la rentabilité des actifs évolue sensiblement de la même manière. Cela peut indiquer que les entreprises qui connaissent une transmission de contrôle à un tiers sont aussi les entreprises les plus sensibles à la conjoncture : les périodes pré-traitement correspondant largement à des années précédant la crise, et les périodes post-traitement correspondant aussi largement aux années suivant la crise, il se pourrait que les entreprises rachetées soient des entreprises qui sont particulièrement performantes quand le climat économique est favorable, et qui sont particulièrement affectées par une dépression de celui-ci.

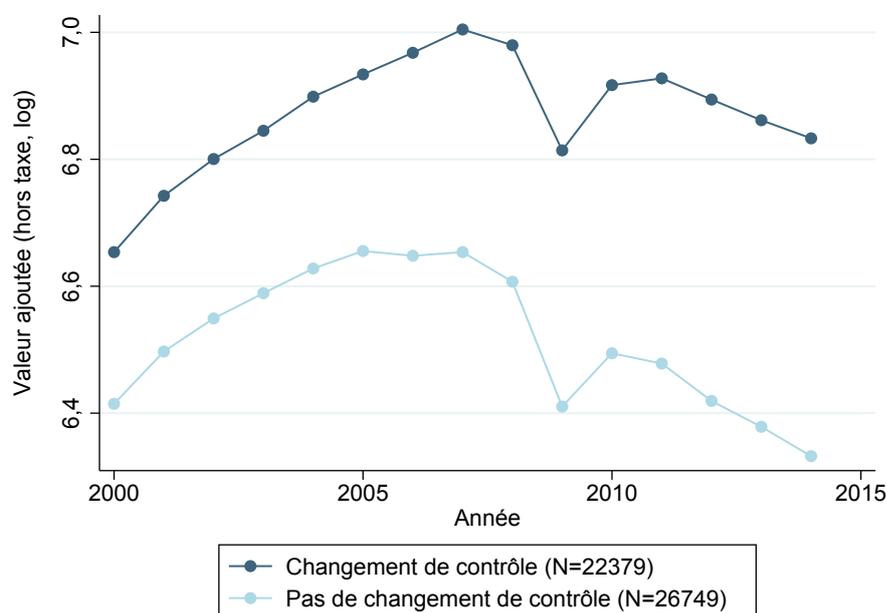
Toutefois, l'inclusion d'effets fixes par chaque couple de secteur économique et d'année ne fait pas sensiblement varier nos résultats. Cela voudrait dire que, si la sensibilité de l'activité à la conjoncture économique explique en partie nos résultats, il s'agit d'une plus grande cyclicité des entreprises traitées *au sein de leur secteur d'activité*, relativement, donc, aux autres entreprises du secteur.

### **4.3 Résultats sur l'échantillon apparié – Changement de contrôle**

Tous les résultats de la section précédente comparent les trajectoires des entreprises ayant connu une transmission externe de leur contrôle aux autres entreprises patrimoniales, après n'avoir exclu de ces deux groupes uniquement les entreprises les plus atypiques. Ce groupe de contrôle contient ainsi des entreprises patrimoniales n'ayant connu aucun changement de gouvernance, des entreprises qui ont connu un changement de contrôle interne à la famille et d'autres qui ont connu un changement de direction intra- ou extra-familial. Ce groupe recouvre des entreprises susceptibles d'avoir initialement des caractéristiques différentes et d'évoluer différemment, comme suggéré par les simples statistiques descriptives présentées au chapitre 2. Ceci peut potentiellement expliquer les évolutions sensiblement divergentes des entreprises traitées et témoins qui ressortent de l'analyse économétrique menée dans la partie 4.1.

Afin de juger de la robustesse de nos résultats, nous répétons notre série d'estimation sur l'échantillon des entreprises traitées appariées aux entreprises témoins issues du même secteur d'activité, entrées et sorties les mêmes années du panel, et ayant le score de propension (c'est-à-dire une probabilité d'être traitée) le plus proche. Cette procédure d'appariement décrite à la partie 3.1.2 permet de restreindre notre analyse à deux groupes d'entreprises plus comparables du point de vue des observables. La comparabilité des deux groupes d'entreprises semble en effet être améliorée, comme en témoignent les graphiques 4.13 et 4.14 qui représentent l'évolution de la valeur ajoutée moyenne et des effectifs salariés moyens des entreprises traitées et de leurs jumelles. Ces graphiques sont à mettre au regard de ceux présentés au chapitre 2, qui mettent en évidence des tendances sensiblement différentes lorsque l'on considère l'échantillon plus large.

FIGURE 4.13 – Evolution de la valeur ajoutée – Echantillon apparié



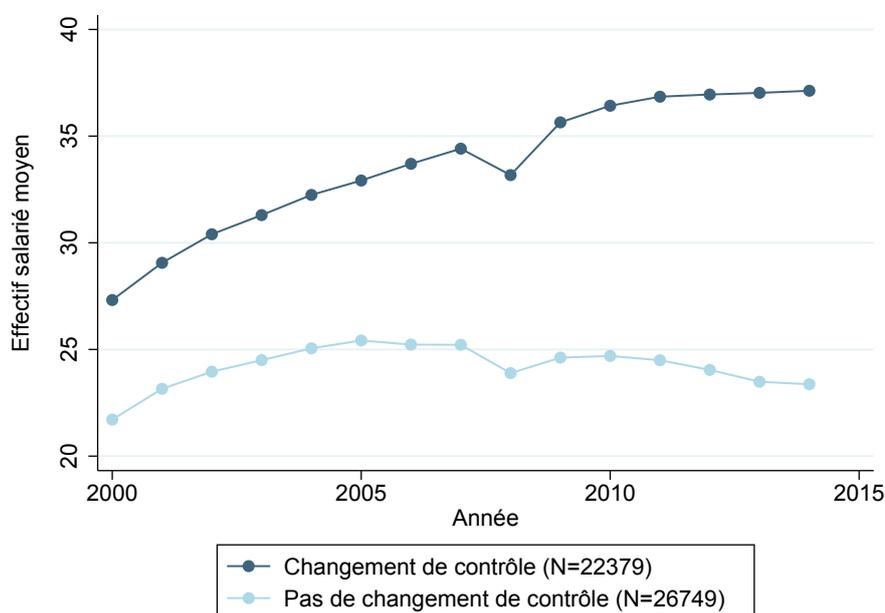
LECTURE : La population représentée dans ce graphique est la sous-population des entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. En 2000, le niveau moyen de la valeur ajoutée hors taxe pour le groupe d'entreprises n'ayant pas connu de changement de contrôle externe est, en logarithme, de 6,4 contre plus de 6,6 pour les entreprises du groupe traité. NOTES : Les moyennes annuelles sont pondérées par la variable de poids calculée lors de la procédure d'appariement, qui représente le nombre de fois où une entreprise témoin est « jumelée » avec une entreprise traitée.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

Nous appliquons ensuite la même méthode économétrique que celle utilisée pour les résultats présentés dans la partie précédente. En procédant ainsi, on n'observe plus de chute des effectifs et de la valeur ajoutée suite à la transmission du contrôle mais plutôt une stabilisation, qui vient freiner la forte évolution positive prévalant sur la période antérieure au changement (Graphiques 4.15 et 4.16). Sur les premières années suivant le changement, on mesure en effet une augmentation légèrement plus rapide (ou une diminution légèrement plus faible) des effectifs et de la valeur ajoutée dans le groupe des entreprises traitées relativement à leurs homologues témoins.

Des effets plus modérés sont également observés, bien que dans une moindre

FIGURE 4.14 – Evolution des effectifs salariés – Echantillon apparié



LECTURE : La population représentée dans ce graphique est la sous-population des entreprises présentes dans l'échantillon des données AMADEUS dès 2005. En 2000, l'effectif salarié moyen pour le groupe d'entreprises n'ayant pas connu de changement de contrôle externe est de 22 contre un peu plus de 27 pour les entreprises du groupe traité.

NOTES : Les moyennes annuelles sont pondérées par la variable de poids calculée lors de la procédure d'appariement, qui représente le nombre de fois où une entreprise témoin est « jumelée » avec une entreprise traitée.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

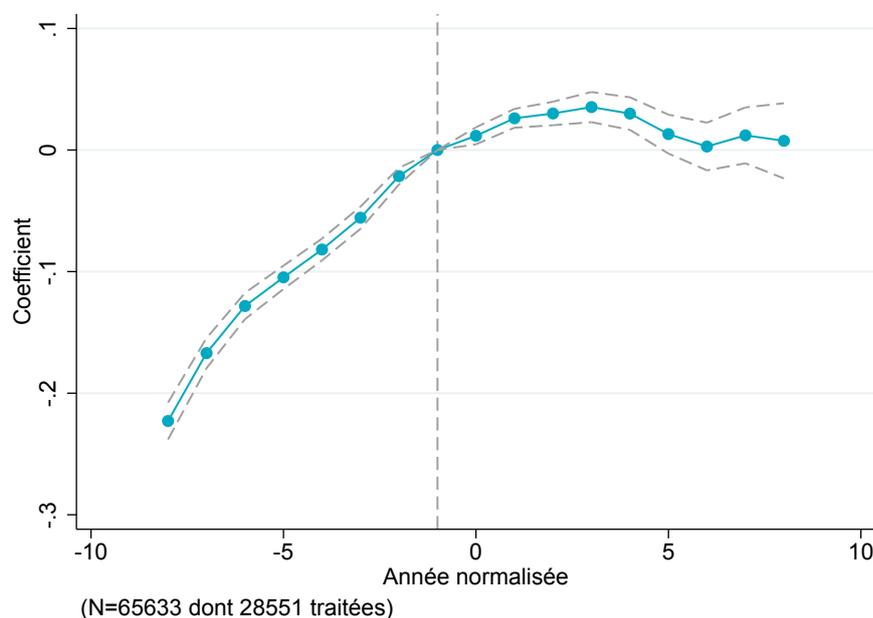
mesure, pour la rentabilité des actifs et le ratio des dettes sur les actifs nets. L'effet sur le taux d'investissement devient quant à lui non significatif<sup>5</sup>.

On note par ailleurs que l'hypothèse des tendances parallèles n'est pas mieux validée sur cet échantillon d'entreprises plus comparables sur caractéristiques observables initiales, suggérant ainsi qu'elles sont encore significativement différentes du point de vue des inobservables, même à l'issue de la procédure d'appariement.

L'analyse des effets par sous-groupes révèle que les effets positifs observés pour la valeur ajoutée et les effectifs salariés sur la période *post* traitement sont principalement tirés par les entreprises traitées après 2009, contrairement à ce que

5. Ces graphiques ne sont pas présents dans le rapport mais disponibles sur demande.

**FIGURE 4.15 – Effet d'une reprise sur la valeur ajoutée – Echantillon apparié**



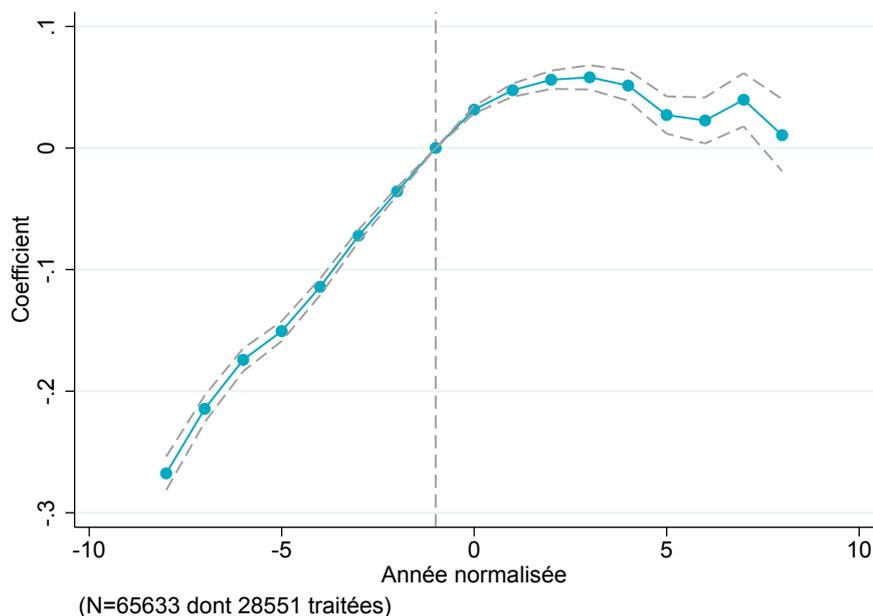
LECTURE : Si l'on prend deux entreprises ayant la même valeur ajoutée une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a une valeur ajoutée en moyenne inférieur d'environ 20 % huit années avant le traitement par rapport à l'entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée). *N* indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

nous trouvons sur l'échantillon global (Graphiques A.24 et A.25 en Annexe). Si l'on décompose les effets en fonction du niveau initial de productivité (Graphiques A.26 à A.28 en Annexe), dimension la plus clivante lors de l'analyse des résultats de la section précédente, on constate une baisse des effectifs légèrement plus marquée pour les traitées faisant partie des 25 % d'entreprises les moins productives, mais les coefficients ne sont pas significativement non nuls. La valeur ajoutée augmente en revanche significativement plus vite pour les entreprises traitées les moins productives, et l'on constate mécaniquement une évolution plus favorable de la productivité des salariés pour les entreprises traitées de ce sous-groupe par rapport à leurs homologues témoins. Enfin, l'évolution de la rentabilité des actifs

**FIGURE 4.16 – Effet d’une reprise sur les effectifs salariés – Echantillon apparié**



LECTURE : Si l’on prend deux entreprises ayant les mêmes effectifs salariés une année avant l’entrée en traitement, l’entreprise traitée a un effectif salarié en moyenne inférieur d’environ 25 % huit années avant le traitement par rapport à l’entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l’année antérieure au traitement (barre verticale pointillée). *N* indique le nombre d’entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

sur la période antérieure ou postérieure au traitement est plus favorable et positive également pour les moins productives.

À l’issue de cette analyse sur l’échantillon des entreprises traitées et de leurs « jumelles » les plus proches, le constat sur l’effet d’un changement externe du contrôle est sensiblement le même que celui dressé sur l’échantillon complet, témoignant ainsi de la robustesse de nos résultats. Quand bien même elle n’induirait pas une inversion de la tendance, une reprise est en moyenne associée à une stagnation de la valeur ajoutée et des effectifs salariés moyens pour les entreprises traitées, qui fait suite à une évolution relative forte sur la période antérieure au changement. Ces résultats sont principalement tirés par les entreprises traitées ayant le plus faible ni-

veau initial de productivité des salariés. Si ces entreprises connaissent une évolution de leurs effectifs moins forte que celle de leurs témoins, les repreneurs investissent plus, et elles enregistrent *in fine* de meilleures performances avec une rentabilité des actifs et une productivité des salariés sur une pente ascendante.

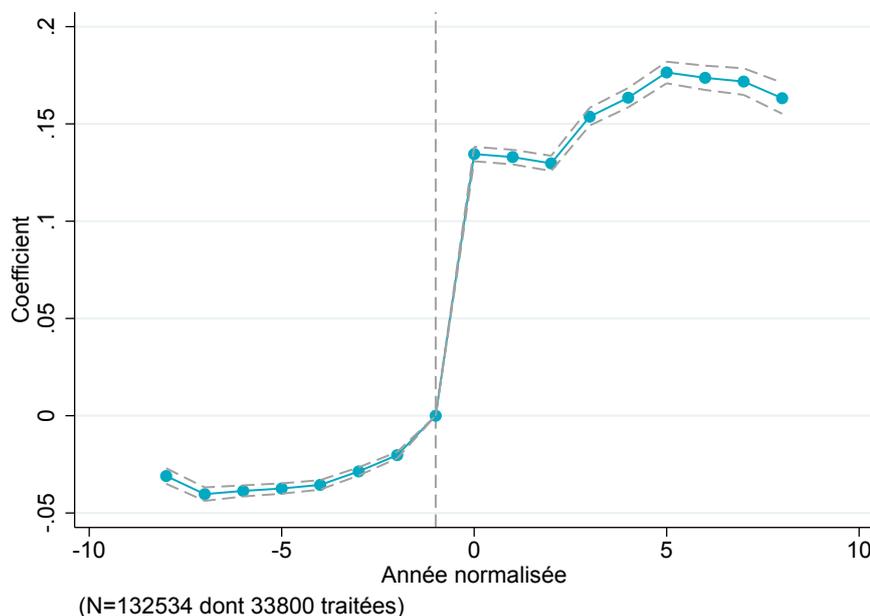
## 4.4 Résultats sur l'échantillon large et apparié - Changement de direction

Dans cette dernière partie, nous ne considérons plus comme traitement le fait de connaître un changement externe du contrôle, mais regardons l'effet de connaître un changement de direction sur les divers indicateurs de performances économiques, séparément pour les changements intra- ou extra-familial. La spécification économétrique est strictement similaire à celle utilisée pour analyser les effets d'un changement de contrôle, et nous estimons dans un premier temps les régressions sur l'échantillon large, c'est-à-dire en incluant dans le groupe de contrôle toutes les entreprises patrimoniales non-affectées par un changement de dirigeant (à l'exception des entreprises les plus atypiques), puis sur l'échantillon apparié.

Que l'on considère l'effet d'un changement de direction interne ou externe à la famille du dirigeant partant, un changement de direction constitue un chamboulement dans la vie de l'entreprise, avec des effets d'une ampleur comparable à ceux estimés pour les changements de contrôle externes. Les graphiques étant sensiblement les mêmes que ceux présentés pour les changements de contrôle, et ce quel que soit l'échantillon, nous les reportons en Annexe (Graphiques A.29 à A.36). Le seul élément notable est que les différences d'évolution entre les groupes traité et témoin sur la période pré-traitement sont moins accentuées, voire non significatives pour certaines variables, ce qui rend plus crédible l'hypothèse des tendances parallèles.

Si les résultats sont, à peu de choses près, identiques quel que soit le changement de gouvernance considéré, c'est essentiellement parce que l'on regarde en réalité les mêmes entreprises. En effet, les entreprises connaissant un changement de contrôle externe ont une probabilité nettement plus forte que leurs homologues de connaître un changement de dirigeant extra-familial, et ce de façon quasi concomitante, comme en témoigne le graphique 4.17 (voir également partie 1.4.3). Trois ans après le changement, une entreprise ayant connu un changement externe du contrôle a une probabilité supérieure de 15 points de connaître également un changement de dirigeant externe relativement à une entreprise témoin.

**FIGURE 4.17 – Effet d'une reprise sur la probabilité de connaître un changement de dirigeant extra-familial**



LECTURE : Si l'on prend deux entreprises ayant la même probabilité de connaître un changement de direction extra-familial une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a une probabilité supérieure d'environ 15 points l'année suivant le traitement par rapport à l'entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale pointillée). *N* indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## CONCLUSION GÉNÉRALE

Cette étude s'est attachée à établir un lien entre un changement de mode de gouvernance et les performances des entreprises en étudiant l'évolution des trajectoires d'entreprises patrimoniales sur la période 2000 à 2014. En appariant des données sur la direction et la structure actionnariale aux liasses fiscales des entreprises, un panel de plus de 200 000 entreprises a été constitué pour les besoins de cette étude. Une méthodologie permettant de caractériser le mode de gouvernance des entreprises patrimoniales, d'identifier et de qualifier les changements majeurs de l'organisation de l'entreprise a en outre été développée grâce à la richesse des données disponibles.

L'identification d'un effet causal repose sur la méthode économétrique des doubles différences. Cette méthode consiste à comparer l'évolution des performances des entreprises patrimoniales qui connaissent un changement de gouvernance à une situation contrefactuelle, approximée par l'évolution du reste des entreprises patrimoniales. L'objectif étant de voir si certains changements de gouvernance engendrent de plus ou moins fortes retombées positives ou négatives, nous menons cette analyse en étudiant séparément l'effet d'une reprise du contrôle par une entité différente de l'actionnaire principal initial, de celui d'un changement de direction intra-familial ou extra-familial.

Il en ressort qu'un changement de gouvernance, quel qu'il soit, transforme assez radicalement le fonctionnement de l'entreprise, avec des effets comparables d'un changement à l'autre. Les années suivant un changement de gouvernance sont

marquées par une nette baisse des effectifs et de la valeur ajoutée relativement aux entreprises patrimoniales n'ayant pas connu le changement de gouvernance. Dans le même temps, l'investissement est stimulé et les entreprises ont beaucoup plus recours à l'endettement pour le financement de leurs activités. L'analyse des effets hétérogènes suggère que ces résultats sont principalement tirés par les entreprises les moins productives initialement.

Le groupe d'entreprises témoins utilisées pouvant recouvrir des situations très hétérogènes et différentes de celles des entreprises traitées, l'analyse économétrique est répliquée sur un échantillon restreint d'entreprises comparables du point de vue de leurs caractéristiques initiales. La forte baisse observée sur les effectifs salariés et sur la valeur ajoutée fait plutôt place à une stabilisation de ces indicateurs. Les effets observés sur les autres dimensions vont globalement dans le même sens, mais sont plus modérés.

Si cette étude ne permet pas de trancher quant à la supériorité d'un changement de gouvernance sur un autre en termes d'effets sur les performances des entreprises, elle contribue néanmoins au débat relatif aux mesures fiscales favorisant les transmissions intra-familiales d'entreprises mises en œuvre au cours de la dernière décennie. Nos résultats, bien que devant être interprétés comme des corrélations plutôt que comme des effets causaux, ne font pas apparaître de meilleures performances des entreprises dont la direction a été reprise par un membre de la famille du dirigeant partant. Ils suggèrent plutôt qu'un changement de direction ou d'actionnariat est un événement marquant pour l'entreprise – ces événements vont par ailleurs souvent de pair – et qu'il est essentiel d'améliorer leur accompagnement lors de ce tournant.

# ANNEXES

## Entrées et sorties du panel d'entreprises patrimoniales

**TABLEAU A.1 – Entreprises entrantes et sortantes de l'échantillon des patrimoniales**

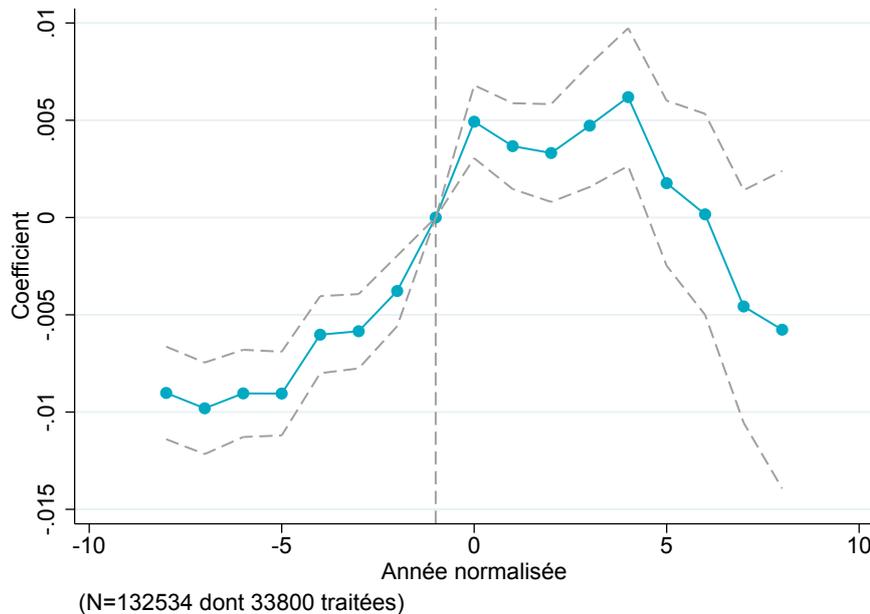
Entrée/Sortie	05-06	06-07	07-08	08-09	09-13
<i>En % du nombre d'entreprises l'année N</i>					
<b>Nouvelles entreprises - dont :</b>	13,78	15,04	9,19	37,57	53,96
nouvelle patrimoniale	24,18	16,73	27,30	5,31	2,24
nouvellement créée	75,82	83,27	72,70	94,69	97,76
<i>En % du nombre d'entreprises l'année N-1</i>					
<b>Entreprises disparues - dont :</b>	16,40	12,97	36,47	11,94	45,48
devenue une filiale	16,85	20,66	5,42	17,90	35,19
devenue non patrimoniale	7,33	6,13	1,41	15,71	11,22
cessation d'activité	75,81	73,21	93,17	66,39	53,60

LECTURE : Entre 2005 et 2006, 13,78 % des entreprises sont entrées dans notre échantillon des entreprises patrimoniales, dont 75,82 % nouvellement créés et 24,18 % nouvellement identifiées comme étant patrimoniales.

SOURCE : AMADEUS et LIFI 2005-2013.

## Effets d'une reprise sur les flux fiscaux

FIGURE A.18 – Effets d'une reprise sur les flux fiscaux



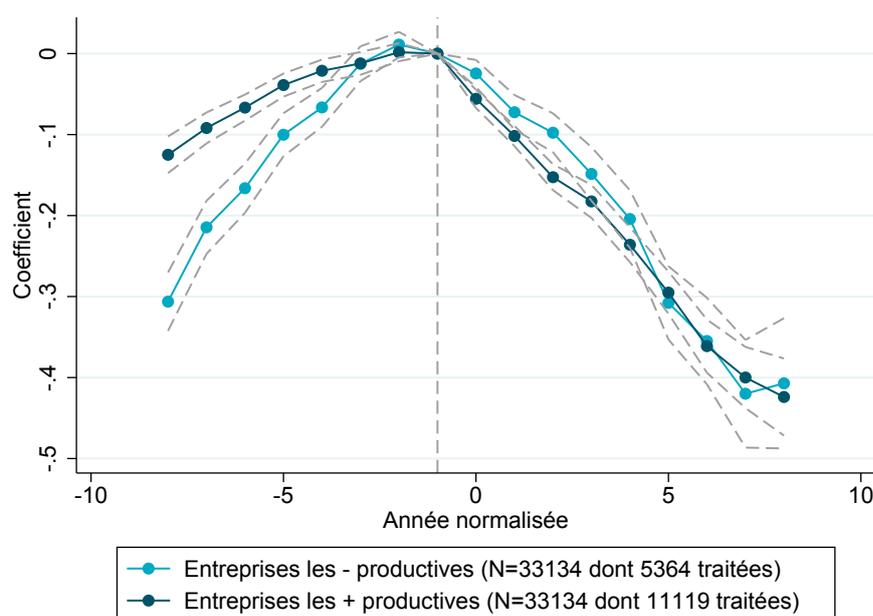
LECTURE : Si l'on prend deux entreprises ayant le même ratio de flux fiscaux totaux sur la valeur ajoutée une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a un ratio en moyenne supérieur de 0,5 points de pourcentage trois années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale). *N* indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## Effets d'une reprise selon le niveau initial de productivité

FIGURE A.19 – Effets d'une reprise sur la valeur ajoutée hors taxe selon le niveau initial de productivité

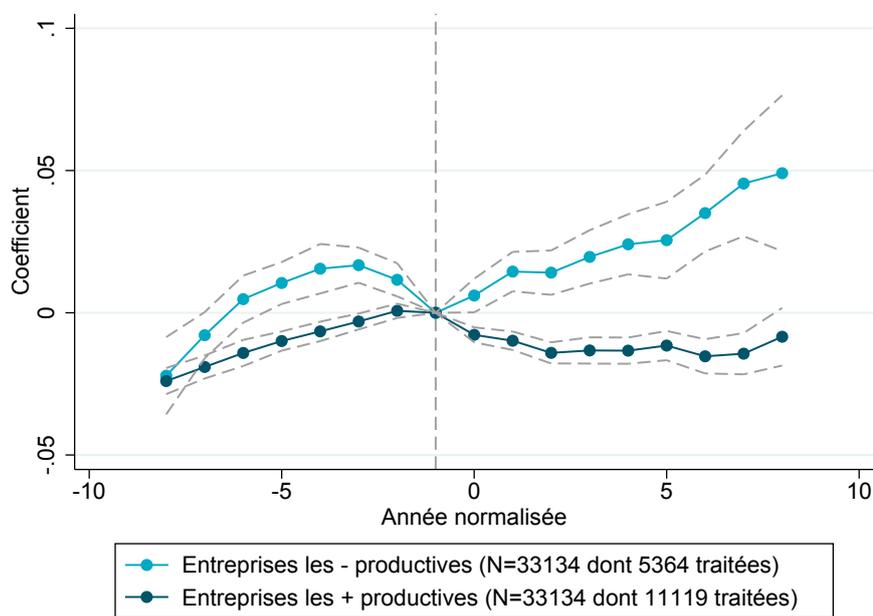


LECTURE : Si l'on prend deux entreprises parmi les 25 % des entreprises les moins productives initialement, et ayant la même valeur ajoutée une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a une valeur ajoutée en moyenne inférieure de 10 % deux années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée. Cet écart est d'un peu plus de 15 % si on considère les entreprises parmi les plus productives initialement.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale). La variable est exprimée en logarithme.  $N$  indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

**FIGURE A.20 – Effets d’une reprise sur la rentabilité du capital selon le niveau initial de productivité**



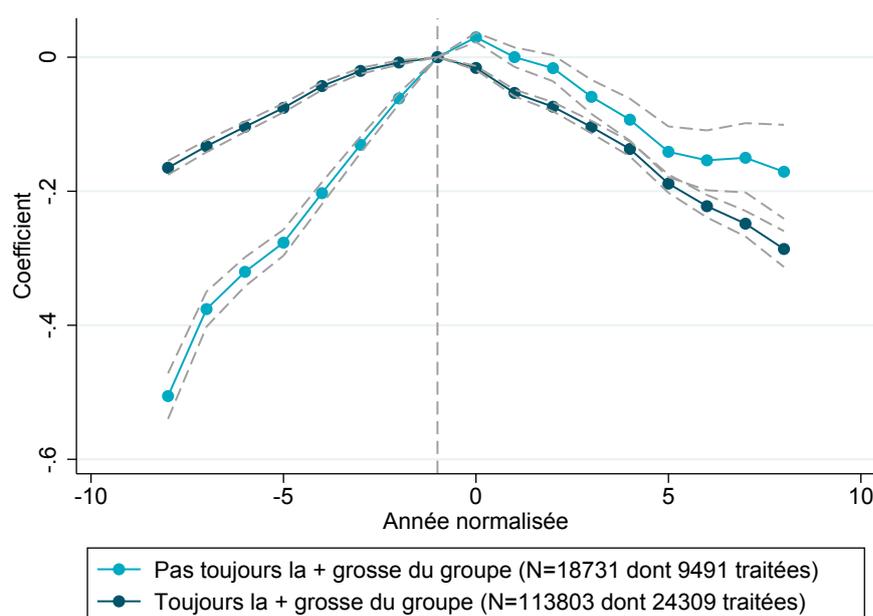
LECTURE : Si l’on prend deux entreprises parmi les 25 % des entreprises les moins productives initialement, et ayant la même rentabilité des actifs une année avant l’entrée en traitement, l’entreprise traitée a une rentabilité en moyenne supérieure de 5 points de pourcentage huit années avant le traitement par rapport à l’entreprise non traitée. Cet écart n’est pas significativement non nul si on considère les entreprises faisant partie des 25 % les plus productives initialement.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l’année antérieure au traitement (barre verticale). *N* indique le nombre d’entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

## Effets d'une reprise selon le statut de l'entreprise au sein du groupe

FIGURE A.21 – Effets d'une reprise sur l'effectif salarié moyen selon le statut de l'entreprise au sein de son groupe



LECTURE : Si l'on considère deux entreprises qui restent, sur l'ensemble de la période, l'unité la plus importante de leur groupe, et qui ont le même effectif salarié moyen une année avant l'entrée en traitement, l'entreprise traitée a une valeur ajoutée en moyenne inférieure de 10 % deux années après le traitement par rapport à l'entreprise non traitée. Cet écart est d'un peu plus de 15 % si on considère les entreprises parmi les plus productives initialement.

NOTES : Les lignes en pointillés gris correspondent aux intervalles de confiance à 95 %. Tous les coefficients sont exprimés relativement à l'année antérieure au traitement (barre verticale). La variable est exprimée en logarithme.  $N$  indique le nombre d'entreprises.

SOURCES : AMADEUS 2005-2013, FICUS-FARE 2000-2014, LIFI 2000-2014.

FIGURE A.22 – Effets d’une reprise sur la valeur ajoutée hors taxes selon le statut de l’entreprise au sein de son groupe

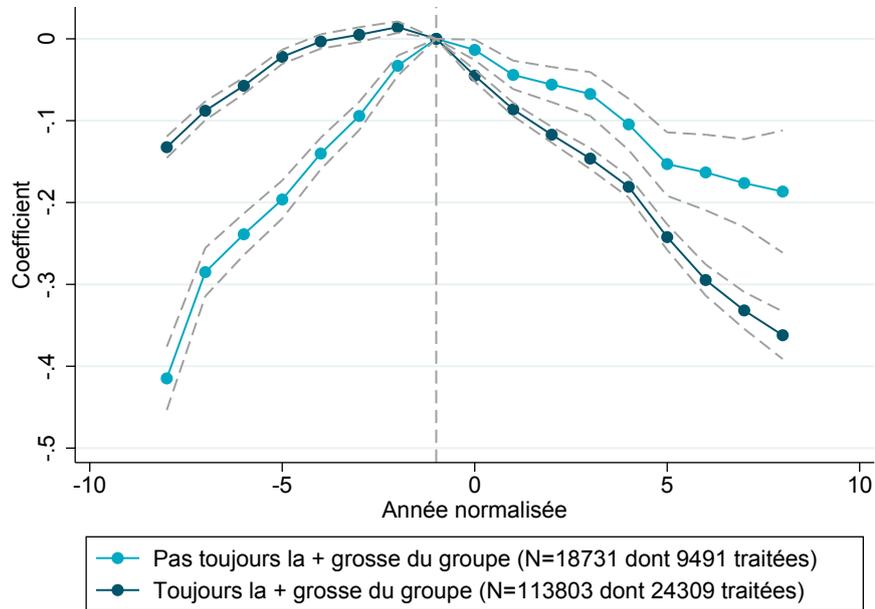
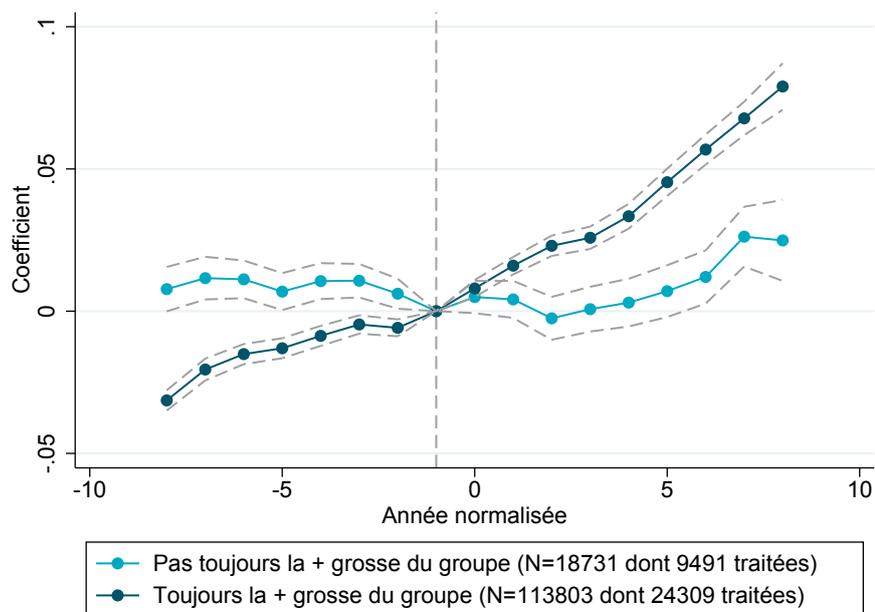


FIGURE A.23 – Effets d’une reprise sur le taux d’investissement selon le statut de l’entreprise au sein de son groupe



## Effets d'une reprise - Echantillon apparié

FIGURE A.24 – Effets d'une reprise sur l'effectif salarié moyen selon l'année du changement de contrôle – Echantillon apparié

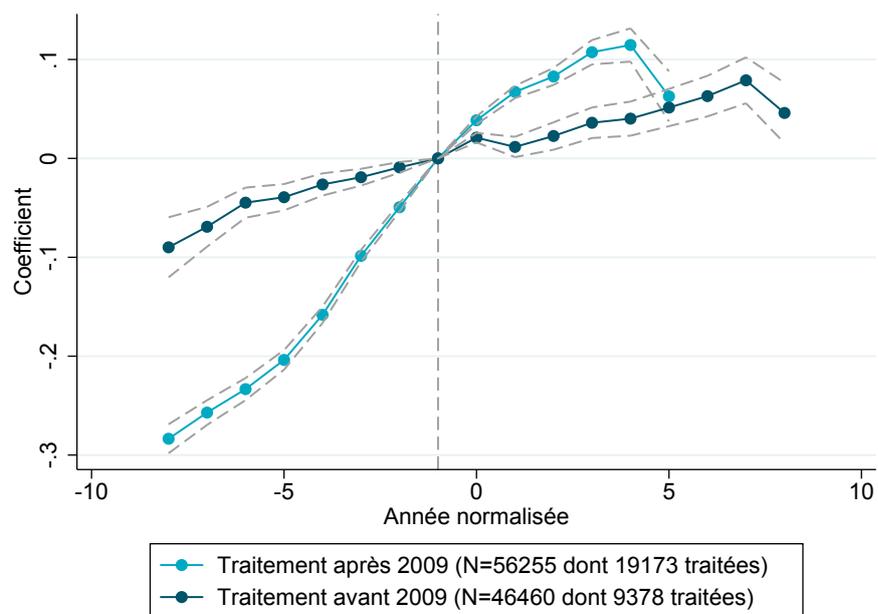


FIGURE A.25 – Effets d’une reprise sur la valeur ajoutée selon l’année du changement de contrôle – Echantillon apparié

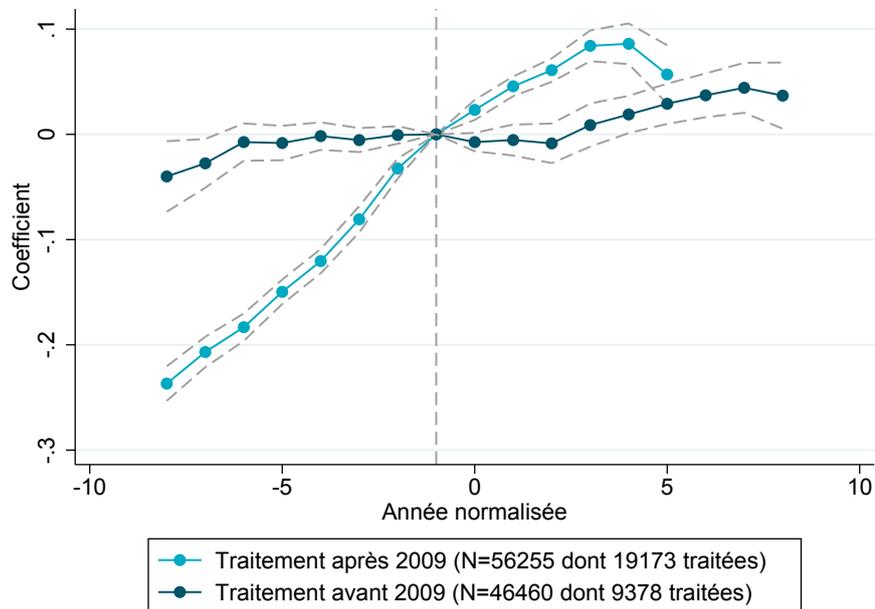


FIGURE A.26 – Effets d’une reprise sur l’effectif salarié moyen selon le niveau de productivité initial – Echantillon apparié

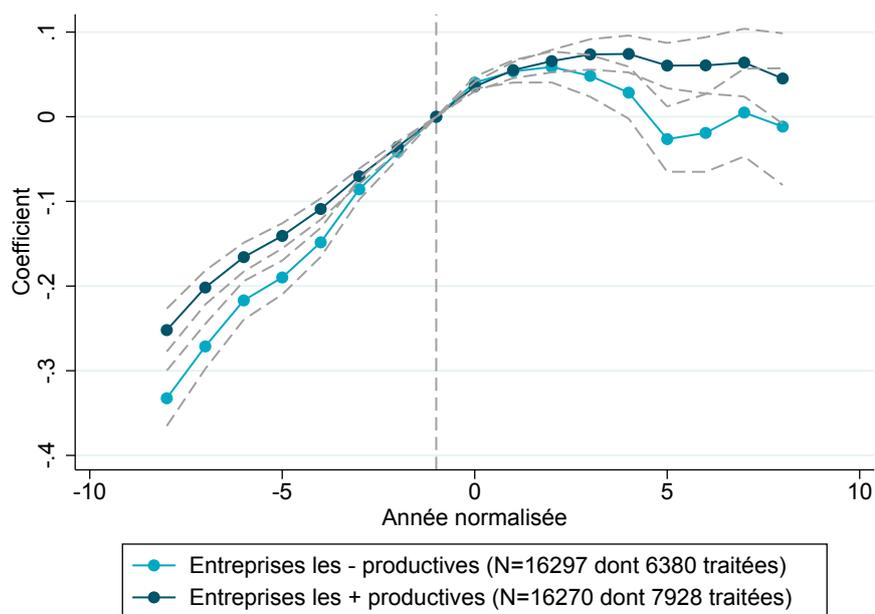


FIGURE A.27 – Effets d’une reprise sur la valeur ajoutée selon le niveau de productivité initial – Echantillon apparié

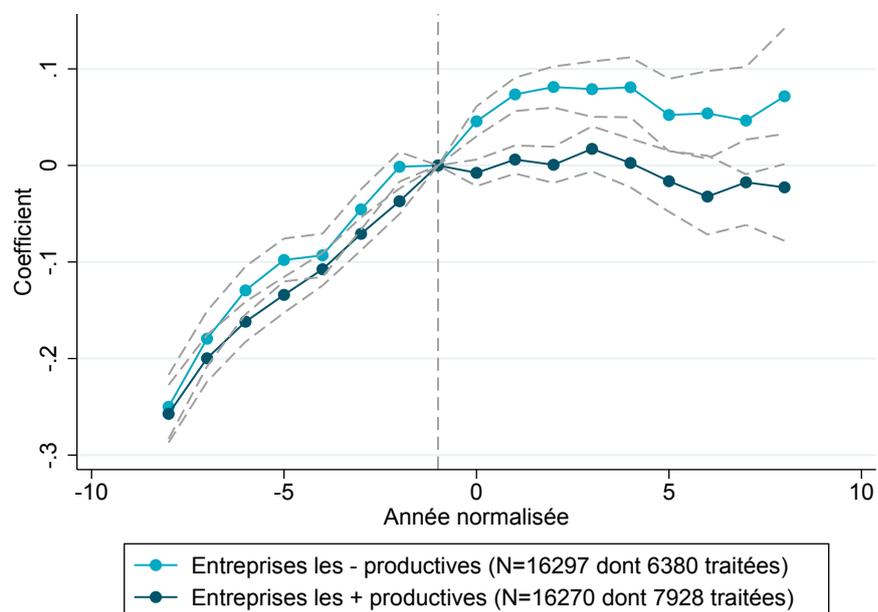
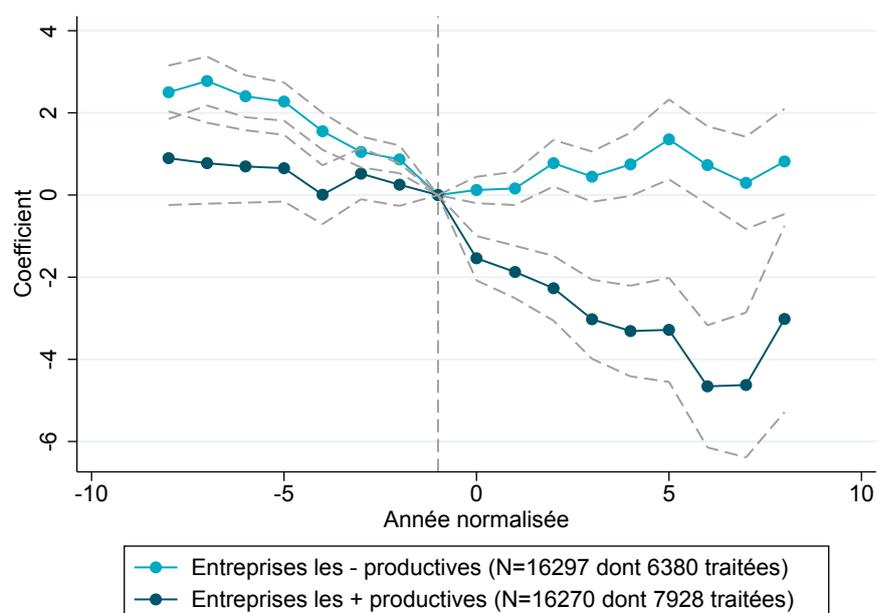
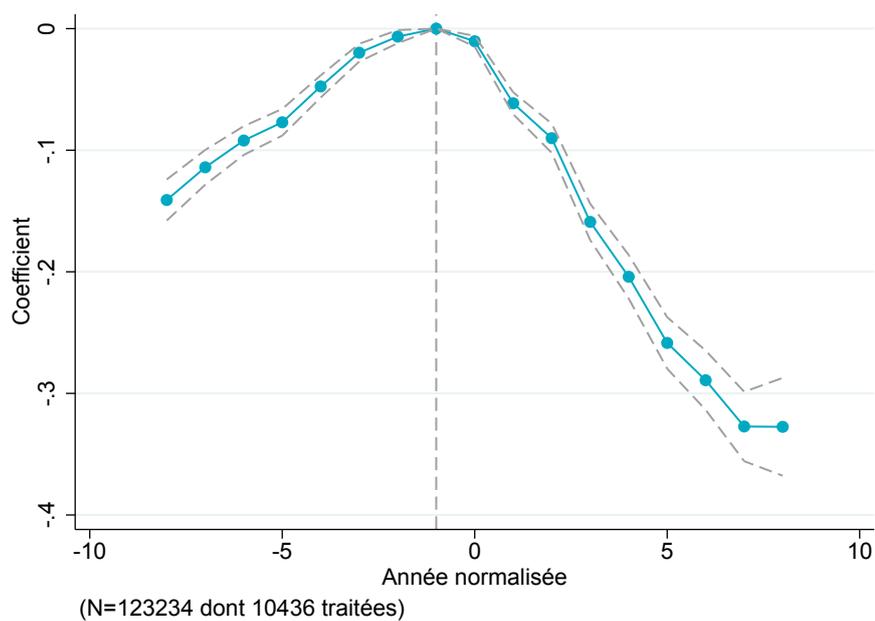


FIGURE A.28 – Effets d’une reprise sur la productivité des salariés selon le niveau de productivité initial – Echantillon apparié

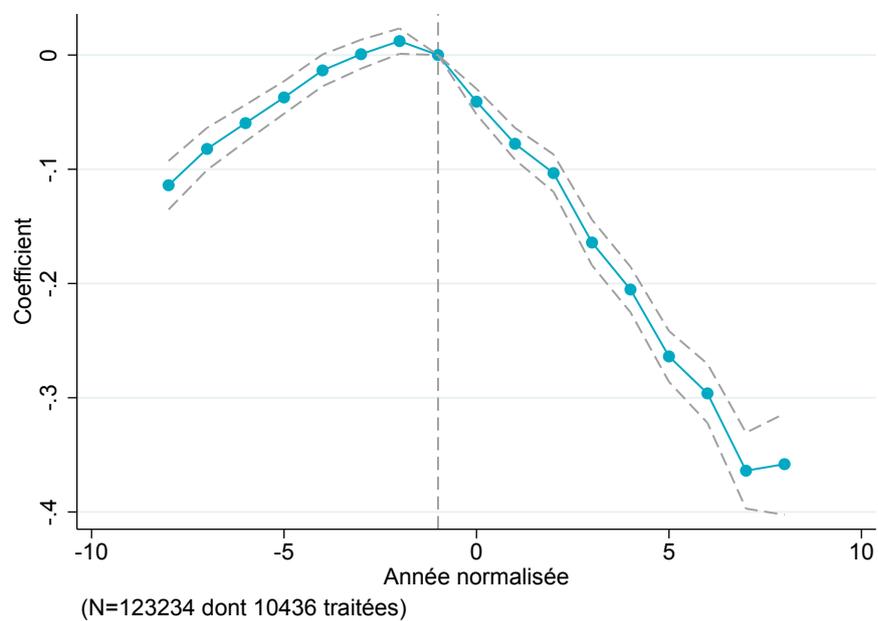


## Effets d'un changement de dirigeant extra-familial - Echantillon large

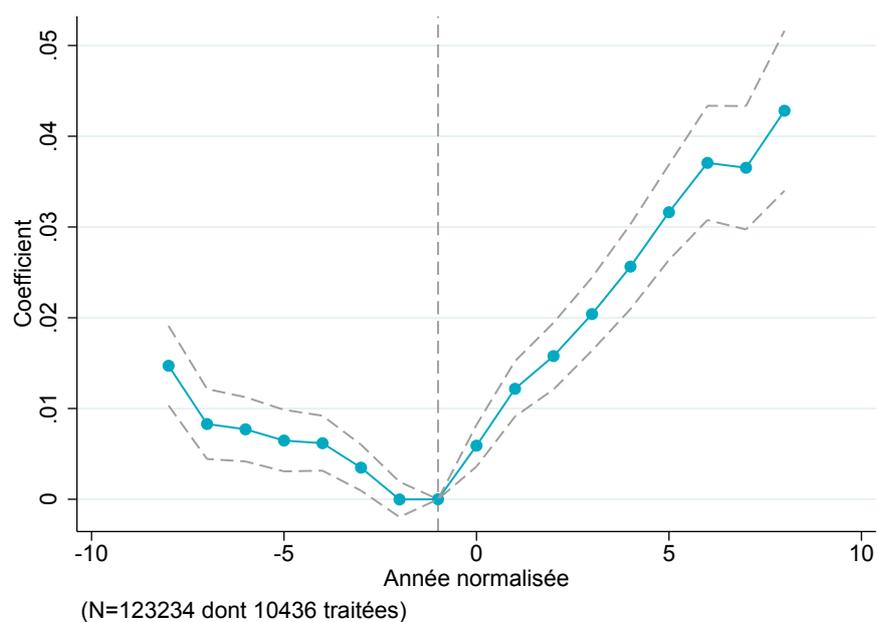
FIGURE A.29 – Effets d'un changement de direction extra-familial sur l'effectif salarié moyen



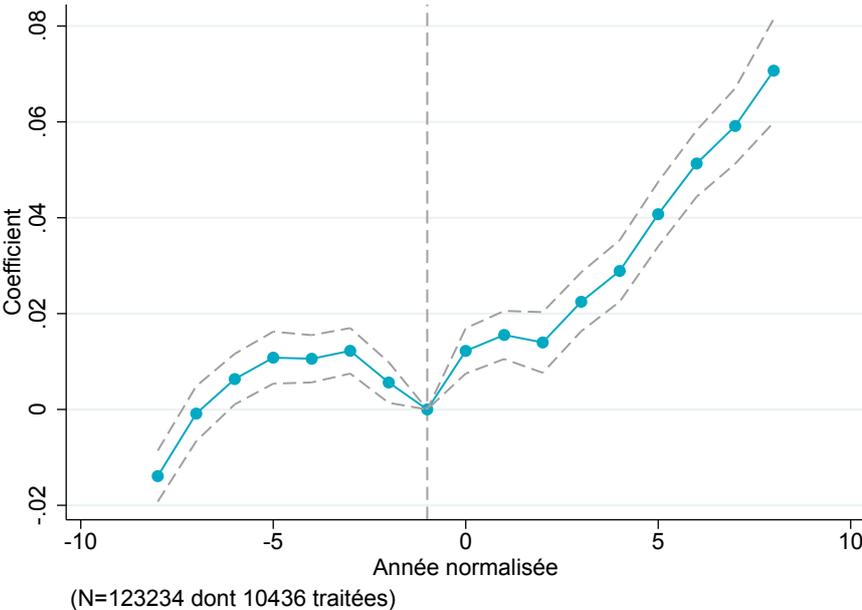
**FIGURE A.30 – Effets d’un changement de direction extra-familial sur la valeur ajoutée**



**FIGURE A.31 – Effets d’un changement de direction extra-familial sur le ratio dettes sur actifs nets**



**FIGURE A.32 – Effets d’un changement de direction extra-familial sur le taux d’investissement**



## Effets d'un changement de dirigeant intra-familial - Echantillon large

FIGURE A.33 – Effets d'un changement de direction intra-familial sur  
l'effectif salarié moyen

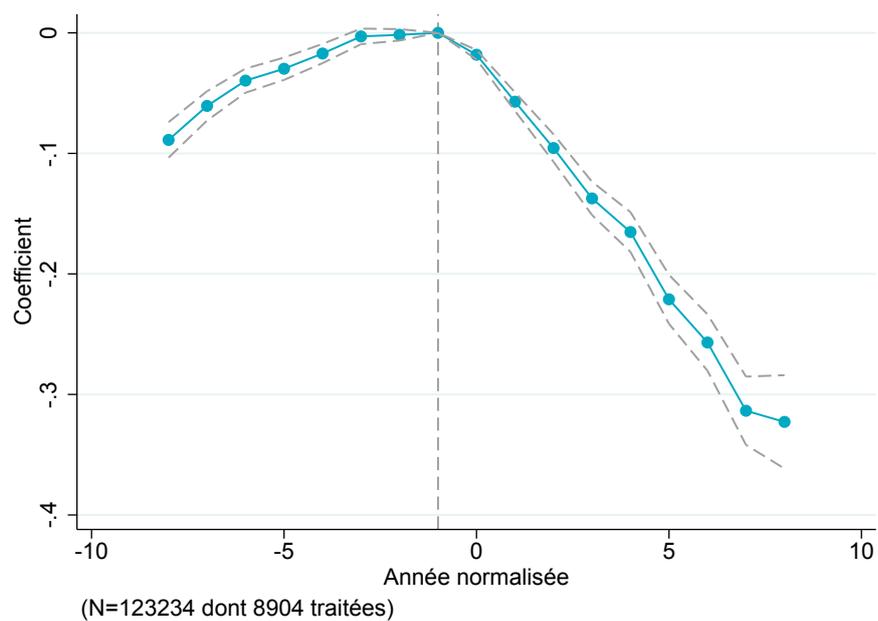


FIGURE A.34 – Effets d'un changement de direction intra-familial sur la valeur ajoutée

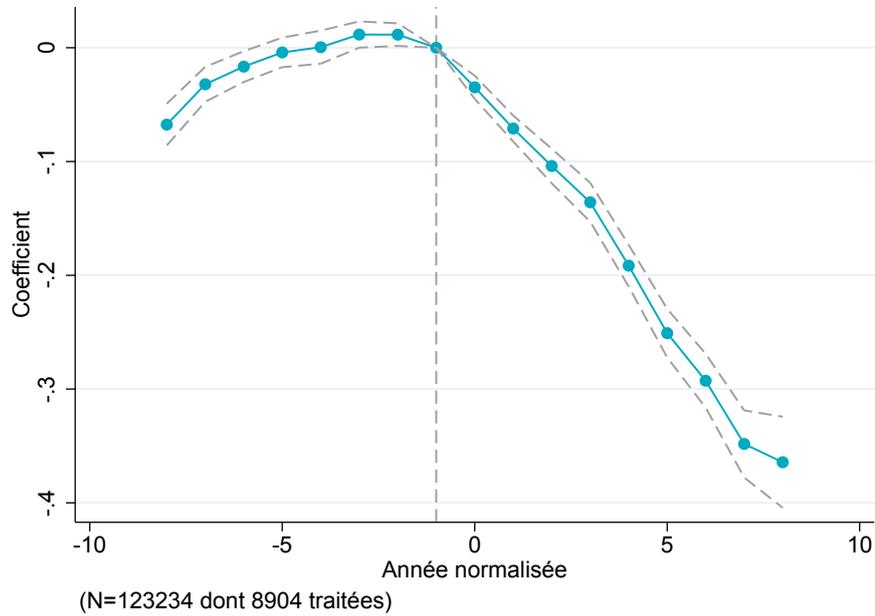


FIGURE A.35 – Effets d'un changement de direction intra-familial sur le ratio dettes sur actifs nets

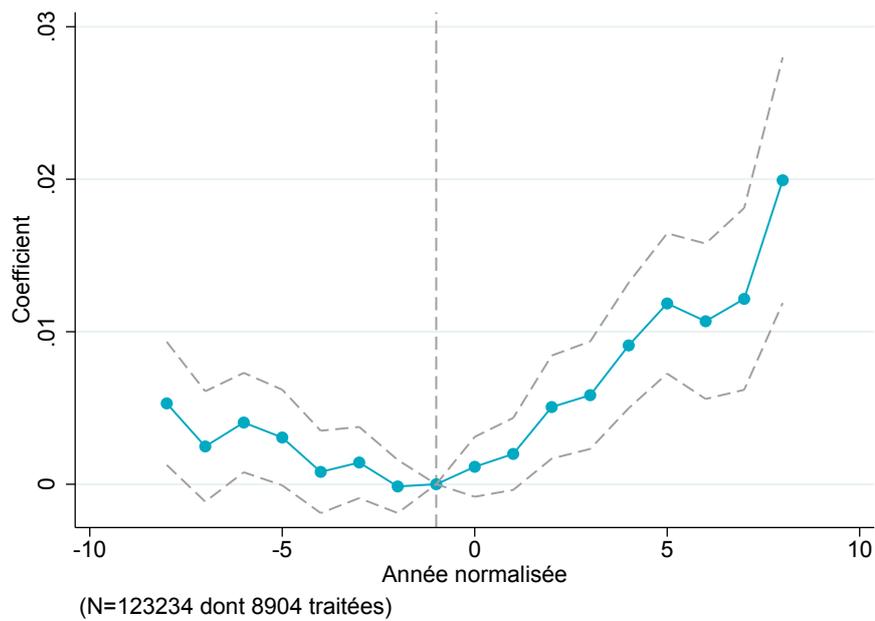
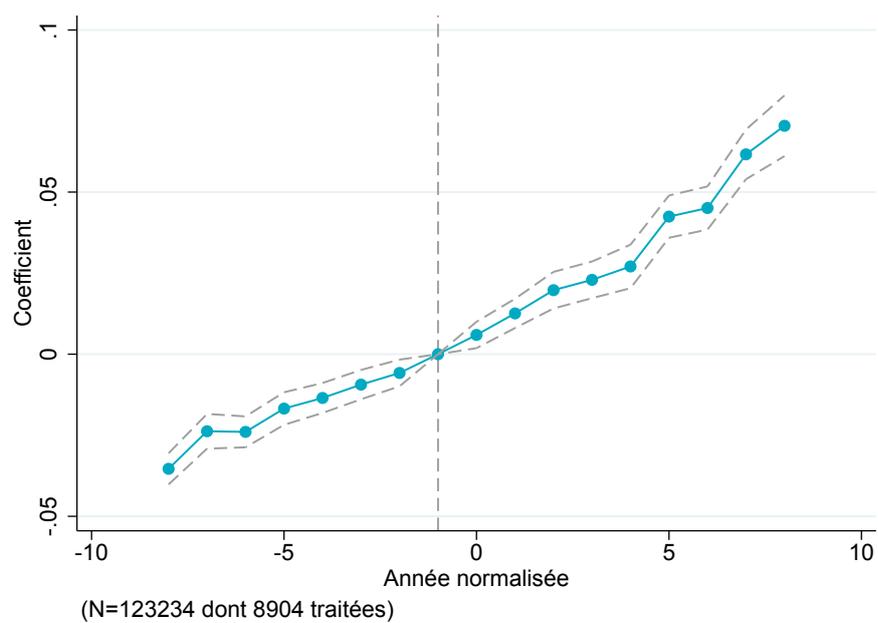


FIGURE A.36 – Effets d'un changement de direction intra-familial sur le taux d'investissement





## RÉFÉRENCES

- Amess, K. et Wright, M. (2007). “The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK”. *International Journal of the Economics of Business*, (14), p. 179–195.
- Amit, R. et Villalonga, B. (2006). “How do family ownership, control and management affect firm value?”. *Journal of Financial Economics*, 2(80), p. 385–417.
- Anderson, R. et Reeb, D. (2003). “Founding-family ownership and firm performance : evidence from the S&P 500”. *The Journal of Finance*, 57(3).
- Bach, L. (2009a). « Faut-il encourager les entreprises familiales? » . In *Essais en économie des entreprises et de la gouvernance*. EHESS.
- Bach, L. (2009b). « Les transmissions d’entreprises héréditaires sont-elles moins efficaces? Le cas de la France entre 1997 et 2002 ». *Revue économique*, 3(60), p. 787–796.
- Bach, L. et Serrano-Velarde, N. (2009). “The power of dynastic commitment”. *Working paper*.
- Barontini, R. et Caprio, L. (2006). “The effect of family control on firm value and performance : Evidence from continental Europe”. *European Financial Management*, 5(12), p. 689–723.
- Bennedsen, M., Nielsen, K., Pérez-Gonzalez, F., et Olfenzon, D. (2007). “Inside

- the family firm : The role of families in succession decisions and performance”. *Quarterly Journal of Economics*, (122), p. 647–691.
- Boucly, Q., Sraer, D., et Thesmar, D. (2011). “Growth LBOs”. *Journal of Financial Economics*, (102), p. 432–453.
- BPCE (2017). La cession-transmission des PME et des TPE.
- Caselli, F. et Gennaioli, N. (2013). “Dynastic management”. *Economic Enquiry*, 1(51), p. 71–96.
- Conseil d’analyse économique (2015). « Faire prospérer les PME ». *Les notes du CAE*, (25).
- Davis, S., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., et Miranda, J. (2014). “Private equity, jobs, and productivity”. *American Economic Review*, 12(104), p. 3956–3990.
- Dombre-Coste, F. (2015). « Favoriser la transmission d’entreprises en France : Diagnostic et propositions ». *Rapport remis à Emmanuel Macron et Martine Pinville*.
- Faccio, M. et Lang, L. (2002). “The ultimate ownership of Western European corporations”. *Journal of Financial Economics*, 3(65), p. 365–395.
- Ferrero, G. et Louvens, A. (2013). « Faut-il favoriser la transmission d’entreprises à la famille ou aux salariés ? ». *Les cahiers de la DG Trésor*, (06).
- Givord, P. (2010). « Méthodes économétriques pour l’évaluation des politiques publiques ». *Insee Documents de travail*, G2010/08.
- James, H. (1999). “Owner as manager, extended horizons and the family firm”. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), p. 41–55.
- Jensen, M. (1989). “Eclipse of the public corporation”. *Harvard Business Review*, 5(67), p. 61–74.

- Kaplan, S. (1989). “The effects of management buyouts on operating performance and value”. *Journal of Financial Economics*, (24), p. 217–254.
- Kaplan, S. et Strömberg, P. (2008). “Leveraged buyouts and private equity”. *Journal of Economic Perspectives*, 22(4).
- Lichtenberg, F. et Siegel, D. (1990). “The effects of leveraged buyouts on productivity and other related aspects of firm behavior”. *Journal of Financial Economics*, (27), p. 165–194.
- Lichtenberg, F., Siegel, D., Jorgenson, D., et Mansfield, E. (1987). “Productivity and changes in ownership of manufacturing plants”. *Brookings Papers on Economic Activity*, (3), p. 643–683.
- Mellerio, O. (2009). « Transmission de l’entreprise familiale ». *Rapport à Mr. Hervé Novelli*.
- Perez-Gonzalez, F. (2006). “Inherited control and firm performance”. *American Economic Review*, (96), p. 1559–1588.
- Price Waterhouse Cooper (2006). « Enquête sur les entreprises familiales françaises ».
- Schleifer, A. et Summers, L. (1988). “Hostile takeovers as breaches of trust”. In Auerbach, A., editor, *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*. University of Chicago Press.
- Sraer, D. et Thesmar, D. (2007). “Performance and behaviour of family firms : evidence from the French stock market”. *Journal of the European Economic Association*, 4(5), p. 709–751.



## LISTE DES TABLEAUX

1.1	Nombre d'entreprises extraites, indépendantes et patrimoniales . . .	28
1.2	Information sur l'actionnariat . . . . .	29
1.3	Qualité des données de direction . . . . .	34
1.4	Caractérisation des trajectoires des entreprises . . . . .	39
3.1	Estimation de la probabilité de connaître un changement de contrôle externe ou un changement de direction . . . . .	59
3.2	Récapitulatif des échantillons de traités et de témoins selon les res- trictions . . . . .	61
A.1	Entreprises entrantes et sortantes de l'échantillon des patrimoniales	97



## LISTE DES FIGURES

2.1	Distribution (2005) et évolution (2000-2014) des effectifs salariés moyens . . . . .	45
2.2	Distribution (2005) et évolution (2000-2014) de la valeur ajoutée hors taxes . . . . .	46
2.3	Distribution (2005) et évolution (2000-2014) de la rentabilité des actifs . . . . .	47
2.4	Distribution (2005) et évolution (2000-2014) du ratio dettes sur actif net . . . . .	50
2.5	Distribution (2005) et évolution (2000-2014) du taux d'investissement . . . . .	51
2.6	Distribution (2005) et évolution (2000-2014) du total des flux fiscaux rapporté à la valeur ajoutée . . . . .	53
4.1	Effet d'une reprise sur l'évolution de la valeur ajoutée . . . . .	69
4.2	Effet d'une reprise sur l'évolution de la rentabilité des actifs . . . . .	70
4.3	Effet d'une reprise sur l'évolution du ratio dettes sur actif net . . . . .	72
4.4	Effet d'une reprise sur l'évolution du taux d'investissement . . . . .	73
4.5	Effet d'une reprise sur l'évolution de la productivité des salariés . . . . .	74
4.6	Effet d'une reprise sur l'évolution de l'effectif salarié moyen . . . . .	75
4.7	Effet d'une reprise sur l'attrition . . . . .	78
4.8	Effet d'une reprise sur l'attrition selon la taille initiale de l'entreprise . . . . .	79

4.9	Effet d'une reprise sur les effectifs selon la période du traitement . . .	81
4.10	Effet d'une reprise sur l'effectif salarié moyen selon le niveau initial de productivité . . . . .	83
4.11	Effet d'une reprise sur la productivité des salariés selon le niveau initial de productivité . . . . .	84
4.12	Effet d'une reprise sur la valeur ajoutée selon le niveau initial de productivité . . . . .	85
4.13	Evolution de la valeur ajoutée – Echantillon apparié . . . . .	89
4.14	Evolution des effectifs salariés – Echantillon apparié . . . . .	90
4.15	Effet d'une reprise sur la valeur ajoutée – Echantillon apparié . . . .	91
4.16	Effet d'une reprise sur les effectifs salariés – Echantillon apparié . . .	92
4.17	Effet d'une reprise sur la probabilité de connaître un changement de dirigeant extra-familial . . . . .	94
A.18	Effets d'une reprise sur les flux fiscaux . . . . .	98
A.19	Effets d'une reprise sur la valeur ajoutée hors taxe selon le niveau initial de productivité . . . . .	99
A.20	Effets d'une reprise sur la rentabilité du capital selon le niveau initial de productivité . . . . .	100
A.21	Effets d'une reprise sur l'effectif salarié moyen selon le statut de l'en- treprise au sein de son groupe . . . . .	101
A.22	Effets d'une reprise sur la valeur ajoutée hors taxes selon le statut de l'entreprise au sein de son groupe . . . . .	102
A.23	Effets d'une reprise sur le taux d'investissement selon le statut de l'entreprise au sein de son groupe . . . . .	102
A.24	Effets d'une reprise sur l'effectif salarié moyen selon l'année du chan- gement de contrôle – Echantillon apparié . . . . .	103
A.25	Effets d'une reprise sur la valeur ajoutée selon l'année du change- ment de contrôle – Echantillon apparié . . . . .	104

A.26 Effets d'une reprise sur l'effectif salarié moyen selon le niveau de productivité initial – Echantillon apparié . . . . .	104
A.27 Effets d'une reprise sur la valeur ajoutée selon le niveau de productivité initial – Echantillon apparié . . . . .	105
A.28 Effets d'une reprise sur la productivité des salariés selon le niveau de productivité initial – Echantillon apparié . . . . .	105
A.29 Effets d'un changement de direction extra-familial sur l'effectif salarié moyen . . . . .	106
A.30 Effets d'un changement de direction extra-familial sur la valeur ajoutée . . . . .	107
A.31 Effets d'un changement de direction extra-familial sur le ratio dettes sur actifs nets . . . . .	107
A.32 Effets d'un changement de direction extra-familial sur le taux d'investissement . . . . .	108
A.33 Effets d'un changement de direction intra-familial sur l'effectif salarié moyen . . . . .	109
A.34 Effets d'un changement de direction intra-familial sur la valeur ajoutée . . . . .	110
A.35 Effets d'un changement de direction intra-familial sur le ratio dettes sur actifs nets . . . . .	110
A.36 Effets d'un changement de direction intra-familial sur le taux d'investissement . . . . .	111







L'Institut des politiques publiques (IPP) est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE-Ecole d'économie de Paris (PSE) et le Centre de Recherche en Economie et Statistique (CREST). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

PSE a pour ambition de développer, au plus haut niveau international, la recherche en économie et la diffusion de ses résultats. Elle rassemble une communauté de près de 140 chercheurs et 200 doctorants, et offre des enseignements en Master, École d'été et Executive education à la pointe de la discipline économique. Fondée par le CNRS, l'EHESS, l'ENS, l'École des Ponts-ParisTech, l'INRA, et l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, PSE associe à son projet des partenaires privés et institutionnels. Désormais solidement installée dans le paysage académique mondial, la fondation décloisonne ce qui doit l'être pour accomplir son ambition d'excellence : elle associe l'université et les grandes écoles, nourrit les échanges entre l'analyse économique et les autres sciences sociales, inscrit la recherche académique dans la société, et appuie les travaux de ses équipes sur de multiples partenariats. [www.parisschoolofeconomics.eu](http://www.parisschoolofeconomics.eu)



Le CREST est un centre de recherche regroupant des chercheurs de l'ENSAE, de l'ENSAI et du département d'économie de l'École Polytechnique. Centre interdisciplinaire spécialisé en méthodes quantitatives appliquées aux sciences sociales, le CREST est organisé en 4 thématiques: Economie, Statistiques, Finance-Assurance et Sociologie. La culture commune des équipes est celle d'un attachement fort aux méthodes quantitatives, aux données, à la modélisation mathématiques, et d'allers-retours continus entre les modèles théoriques et les preuves empiriques permettant d'analyser des problématiques sociétales et économiques concrètes. <http://crest.science>

