

Structures de propriété, pouvoir discrétionnaire managérial et choix d'activité dans l'assurance dommages en France

Fabrice ROTH

Université Robert Schuman de Strasbourg

Correspondance :

IECS – Université Robert Schuman
47, avenue de la Forêt-Noire
67082 Strasbourg Cedex
Tél: (+33) 03 88 41 77 82 ; Fax: (+33) 03 88 41 77 01
Email : fabrice.roth@iecs.u-strasbg.fr

Résumé : Dans le cadre de la théorie néoinstitutionnelle des organisations, cet article étudie le lien entre le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et les choix d'activité des entreprises d'assurance dommages en France. Le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, la gestion du risque moral et du risque non diversifiable sont analysés au niveau des différentes structures de propriété. Une grille de lecture est proposée pour positionner les entreprises du secteur de l'assurance sur ces trois dimensions. La politique de souscription, d'investissement et l'envergure des firmes sont concernées. Le test réalisé sur données françaises confirme un positionnement spécifique aux mutuelles, sociétés anonymes privées et entreprises publiques.

Mots-clés : assurance – pouvoir discrétionnaire managérial – théorie néoinstitutionnelle.

Abstract : Using the contractual theories framework, this article examines the relationship between the managerial discretion and the activity choices of the french property-liability insurance companies. We propose an effective positioning of the different ownership structures in regard to hazard moral and undiversifiable risks problems. Then we compare the size, the underwriting and the investment strategies on french data. Consistent with our expectations, the results of the tests indicate a specific positioning of the mutuals, stock ownership and state-owned forms .

Key words : insurance – managerial discretion – contractual theories

L'auteur remercie les membres de l'Ecole doctorale en économie et gestion des organisations des Universités de Bourgogne et Franche-Comté, le Professeur Gérard Charreaux et la Fédération Française des Sociétés d'Assurances.

De nombreuses formes juridiques coexistent dans le secteur de l'assurance : mutuelles, sociétés anonymes, privées et publiques... À la différence d'une société anonyme, une mutuelle appartient aux assurés, qui fournissent le capital et participent aux résultats par le biais des cotisations. Par ailleurs, les mécanismes organisationnels des entreprises publiques, s'exerçant en grande partie sur le marché politique, apparaissent également spécifiques¹.

Dans la vision néoinstitutionnelle des organisations [O. Williamson 1993, 1995], toute organisation, considérée comme un ensemble de contrats, implicites et explicites, entre des individus opportunistes assumant des fonctions identifiées (assomption du risque, décision, etc.), présente une fonction de coût (production, agence, transaction) particulière. Les organisations, minimisant les coûts pour survivre (principe de sélection naturelle) doivent procéder à des choix d'activité différents. En ce sens, le secteur de l'assurance en France possède plusieurs attraits. Au-delà de la richesse organisationnelle décrite, la concurrence résultant depuis 1985 de la déréglementation des marchés financiers et du développement des technologies de l'information, a augmenté la pression sur les coûts, phénomène important dans le cadre d'un raisonnement portant sur le processus de leur minimisation. Enfin, la nature de l'activité d'assurance conduit les entreprises du secteur à opérer leurs choix stratégiques sur des dimensions permettant la comparaison, tels que la politique de souscription, la stratégie d'investissement, le degré de spécialisation.

Notre objectif est double : montrer, d'une part, que les conflits d'intérêts dont ces formes d'organisation sont le lieu conduisent à observer des choix d'activité différents ; d'autre part, la capacité de la théorie contractuelle à proposer un cadre explicatif cohérent du comportement des entreprises financières. Cette étude est de type exploratoire. Aussi les résultats et les conclusions auxquels nous parvenons contribuent-ils à enrichir notre compréhension du secteur. Par ailleurs, des hypothèses concurrentes, visant à expliquer la coexistence, dans l'assurance, de différentes formes contractuelles, sont testées ; en particulier, l'hypothèse

¹ Le cas des Lloyd's ne sera pas considéré dans cette étude. Pour une analyse de cette forme d'organisation, voir F. Roth [1997].

d'assomption du risque [B. Smith, M. Stutzer 1995] et l'hypothèse du pouvoir discrétionnaire managérial [D. Mayers, C. Smith 1994]. Enfin, la plupart des tests sont réalisés sur longue période, ce qui permet d'éviter, entre autres, les biais liés au cycle de l'activité d'assurance.

Nous proposerons tout d'abord une grille de lecture permettant d'expliquer le positionnement stratégique des formes d'organisation retenues (section 1). Nous formulerons ensuite les principales implications testables concernant leur politique de souscription, d'investissement et de diversification (section 2), avant de présenter les tests et les résultats (section 3).

1. La grille de lecture

Chaque forme d'entreprise d'assurance combine trois fonctions – prise de décision, assomption du risque, souscription – de façon spécifique et présente des avantages et des inconvénients quant à la gestion des relations contractuelles. L'efficacité organisationnelle se juge de manière comparative, chaque forme étant conduite à privilégier une stratégie particulière.

1.1. *Les formes alternatives*

- *La forme mutuelle*

Les mutuelles, propriété collective des sociétaires, à la fois cotisants et assurés, fonctionnent sans capital social proprement dit, mais avec un fonds d'établissement constitué par les sociétaires ou par emprunt. La fusion des fonctions de souscription et d'assomption du risque, commune aux différents types de mutuelles, peut varier fortement d'une entreprise à l'autre. À l'instar des sociétés anonymes, il est alors légitime de s'interroger sur la nature du lien entre le degré de concentration du sociétariat et la stratégie adoptée par les dirigeants. En ce sens, deux grandes familles de mutuelles, ou sociétés d'assurances mutuelles, sont à distinguer : les mutuelles généralistes, sociétés civiles ; les mutuelles locales et professionnelles, mutuelles associatives..

Le grand nombre des sociétaires et les restrictions statutaires peuvent conduire à assimiler les sociétés mutuelles aux sociétés à actionnariat diffus [E. Fama, M. Jensen 1985]. Comme dans ces dernières, les créanciers résiduels ne participent pas au processus de décision. La fonction de contrôle repose alors essentiellement sur le conseil d'administration. Dans les mutuelles associatives, aucun fonds d'établissement minimum n'est exigé. Le dirigeant est mandaté par les sociétaires et exerce ses fonctions bénévolement. Avant tout, les statuts, limitant géographiquement et/ou professionnellement l'activité de souscription, permettent aux sociétaires de contrôler le comportement opportuniste des dirigeants, sans subir les conséquences du « *free-riding* ».

• *La société par actions*

Le trait caractéristique de la société par actions est la séparation des fonctions. On oppose généralement la société entrepreneuriale, où les fonctions de décision et d'assomption du risque sont réunies entre les mains d'un même groupe d'agents, à la grande société par actions, dans laquelle le degré de spécialisation est maximal.

L'étude des problèmes suscités par les relations entre les différentes parties prenantes repose sur celle s'appliquant à la plupart des sociétés par actions. Par exemple, le conflit entre actionnaires et dirigeant passe par l'ensemble des mécanismes traditionnels (rémunération du dirigeant, composition du conseil d'administration, phénomènes de réputation sur le marché, pouvoir au sein de l'entreprise). Par ailleurs, l'analyse de la relation entre souscripteurs et actionnaires conduit aux prescriptions classiques : les premiers encourent un risque d'opportunisme de la part des gestionnaires des contrats d'assurance. Presque insolvable, une compagnie peut en effet investir dans des actifs risqués à taux de rentabilité élevés [P. Born, W. Gentry, W. Viscusi, R. Zeckhauser 1994]. Cette situation conflictuelle est compensée par l'avantage tiré de la spécialisation des fonctions. Pour tenir compte des possibilités différentes de recours au marché financier, notre typologie devrait comprendre quatre types de sociétés, contrôlées ou managériales, cotées ou non cotées. Par simplification, nous supposerons que le type société

« contrôlée » se réfère aux sociétés entrepreneuriales non cotées, et celui des sociétés managériales aux grandes sociétés par actions cotées.

1.2. Les déterminants de l'efficacité organisationnelle

Une analyse des relations contractuelles au sein de ces différentes formes permet d'identifier deux sources principales de conflits potentiels : d'une part, dans la relation assureur-assurés ; d'autre part, dans la relation dirigeant-créancier résiduel.

- *Coûts d'agence et pouvoir discrétionnaire managérial*

Selon la théorie de l'agence, les coûts de contrôle associés à ces différentes configurations conduisent à une efficacité différente selon les branches. Un déterminant important est le degré de latitude laissé au dirigeant dans la fixation des taux [C. Smith 1986]. Pour limiter le comportement opportuniste du dirigeant, qui s'exprime aux dépens des créanciers, les différentes structures génèrent des mécanismes de contrôle spécifiques. L'efficacité relative de l'une ou l'autre forme résulte d'un arbitrage entre les avantages liés à l'élimination des conflits entre actionnaires et entre actionnaires et clients, et les inconvénients dus à l'abandon du marché comme mécanisme disciplinaire et de la spécialisation de l'actionnaire. Deux axes d'analyse sont privilégiés : la relation assureur-assuré, le contrôle des dirigeants.

Pour gérer la première, les mutuelles associatives profitent d'une proximité géographique ou professionnelle avec les assurés ; avantage atténué dans les mutuelles généralistes. À l'opposé, la séparation des fonctions de souscription et d'assomption dans les autres formes imposent des coûts contractuels entre parties. Les théoriciens de l'agence se focalisent ensuite principalement sur la dimension intéressant le dirigeant. Partant du postulat que les formes efficaces minimisent les coûts de production, dont les coûts d'agence représentent une grande partie, les formes mutuelles devraient être observées dans les branches où les dirigeants disposent d'une très faible liberté d'action, c'est-à-dire dans les branches à faible incertitude.

Toutefois, le rôle du marché financier doit également être pris en compte. Pour les mutuelles, qui n'y ont pas accès, cette situation engen-

dre une moins bonne diversification du risque [D. Mayers, C. Smith 1988]. De plus, un nombre important de sociétaires, dispersés géographiquement, suscite des conflits entre catégories d'assurés, et diminue l'avantage des mutuelles lié à la fusion des fonctions de souscription et d'assomption du risque². En ce sens, il est nécessaire de distinguer les mutuelles généralistes et les mutuelles associatives. Enfin, la forme mutuelle permet sans doute de régler les problèmes de risque moral, mais représente également une solution contractuelle en présence d'incertitudes fortes, d'un risque non « diversifiable », empêchant la tarification et l'exploitation [R. Zeckhauser 1995].

• *Risque moral, risques non diversifiables et contrats participatifs*

Dans cette optique, il est nécessaire de différencier deux types de contrats d'assurance, participatifs et non participatifs [B. Smith, M. Stutzer 1990, 1995]. Dans les premiers, le prix réel de l'assurance est déterminé *ex post*, l'assuré partageant le risque d'exploitation de la firme. Par la fusion des fonctions de souscription et d'assomption du risque, les contrats d'assurance émis par les mutuelles présentent les caractéristiques de tels contrats. La forme mutuelle peut donc être assimilée à un ensemble de contrats participatifs.

Lorsque le risque n'est pas facilement diversifiable, combiner un contrat d'assurance avec une participation au capital est un arrangement plus efficient qu'un simple transfert de risque avec un paiement *ex ante* : l'acte d'adhésion à une mutuelle en est la forme la plus achevée [N. Doherty, G. Dionne 1993]. Finalement, en présence d'un risque moral et d'un risque non diversifiable, la forme mutuelle, en diminuant les coûts de la relation assureur-assuré, devrait attirer une clientèle peu risquée, et être adoptée dans des branches dont les probabilités d'occurrence des sinistres sont mal maîtrisées [B. Smith, M. Stutzer 1995].

D. Mayers et C. Smith privilégient les coûts d'agence liés au contrôle des dirigeants : diminuer le pouvoir discrétionnaire managérial doit permettre aux mutuelles de concurrencer efficacement les sociétés. Or, l'arbitrage entre les avantages et les inconvénients attachés à chaque forme doit prendre en compte les deux dimensions à la fois. De fait,

² Ce qui constitue un sérieux problème de passager clandestin pour la forme mutuelle non soumise, par ailleurs, au marché pour le contrôle des entreprises.

une classification plus fine des formes retenues est nécessaire. Enfin, les coûts de production ne peuvent être négligés.

• *Les déterminants des relations contractuelles*

Le tableau 1 résume les avantages et les faiblesses des différentes formes d'entreprise sur les trois dimensions que nous venons d'évoquer : la relation assureur-assuré, le contrôle du dirigeant, l'accès au marché financier.

Tableau 1 – *Avantages comparatifs des différentes formes d'entreprise*

Type de relation	Mutuelle associative	Société contrôlée	Société managériale	Mutuelle généraliste
Relation assureur-assuré	++	-	--	+
Contrôle du dirigeant	-	++	+	--
Recours au marché financier	--	+	++	-

Note : par la suite, nous userons des abréviations suivantes :

SC : Société contrôlée par les actionnaires ;

SA : Société anonyme ;

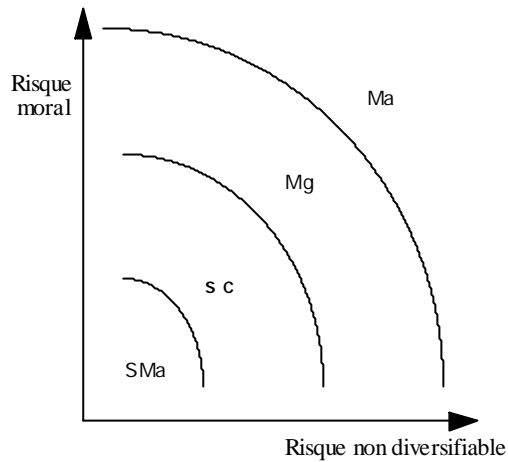
SMa : Société managériale à actionnariat diffus ou contrôlée par l'équipe dirigeante ;

Mg : Société mutuelle ;

Ma : Mutuelle associative.

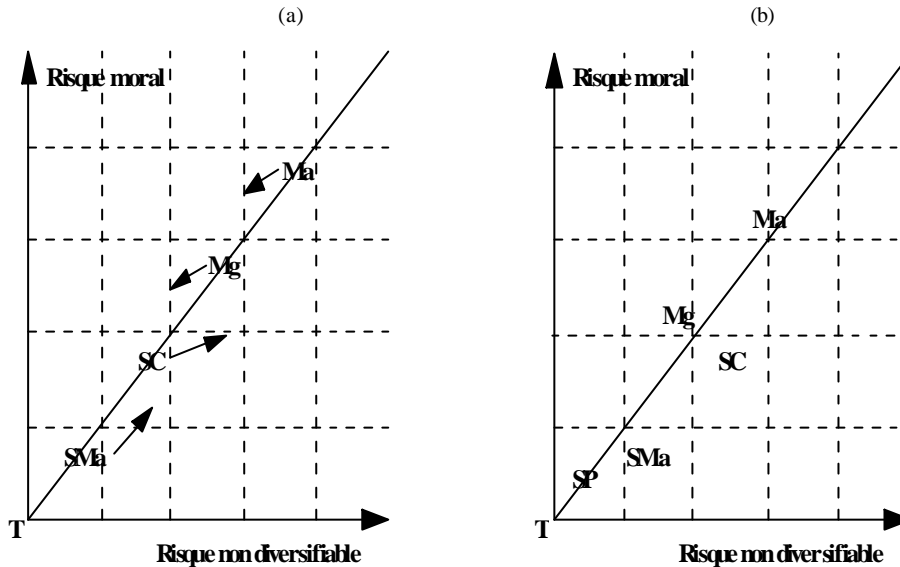
Raisonnons sur la première dimension. La zone délimitée par les deux axes représente le domaine des coûts d'opportunité liés aux relations contractuelles entre parties prenantes [figure 1]. L'origine du graphique indique une activité sans incertitudes, ni comportementale, ni environnementale, où la minimisation des coûts de production passe par des économies de dimension ou de taille (T).

Figure 1 – *Risque moral, risque non diversifiable et positionnement efficace des formes d'entreprise*



Considérons maintenant la dimension se rapportant au contrôle du dirigeant. Comme nous l'avons vu, la forme mutuelle est efficace pour contrôler le risque moral associé à la relation assureur-assuré, ce qui permet au dirigeant de gérer l'incertitude à laquelle il fait face sur cette dimension. Les intérêts de sociétaires «responsabilisés» et d'un dirigeant qui cherche à diminuer son risque convergent. Toutefois, pour ce dernier, gérer l'incertitude c'est aussi éviter d'investir son capital humain dans une activité unique. Cette situation le pousse à diversifier et à augmenter la taille de l'entreprise [figure 2(a)].

Figure 2 – *Risque moral, risque non diversifiable, comportement discrétionnaire des dirigeants, rendements d'échelle, et positionnement efficace des différentes formes*



Les flèches indiquent la stratégie que le dirigeant cherche à mettre en place. Sa liberté d'action, liée au contrôle effectif auquel il est soumis, varie suivant les formes. Lorsqu'on se focalise sur cette dimension, l'anticipation du comportement opportuniste du dirigeant conduit à une spécialisation différente des formes d'entreprises selon les branches. Or, les sociétaires peuvent également souhaiter posséder les droits résiduels, sans exercer un contrôle effectif [H. Hansmann 1985]. L'arbitrage s'effectue alors entre les coûts générés par l'une ou l'autre situation.

Le dirigeant d'une mutuelle généraliste est donc tenté de structurer l'activité de l'entreprise de façon à diminuer le risque global, donc à augmenter les parts de marché dans les branches à faible incertitude, à augmenter la taille de l'entreprise et à diversifier. Cette stratégie le conduit à rapprocher l'entreprise de l'origine du graphique. D'un côté, il perd les avantages liés au contrôle du risque moral, de l'autre, il gagne en économies d'échelle. La caractérisation du comportement à l'intérieur d'une branche dérive du même raisonnement. Plus la branche présente

un risque non diversifiable élevé, plus les conséquences sur le risque moral sont importantes et plus le contrôle de ce dernier est primordial pour le dirigeant. En résumé, les mutuelles généralistes devraient se spécialiser dans des branches à faible incertitude, se diversifier et augmenter leur taille. Le même raisonnement s'applique aux autres formes d'entreprises. La longueur indicative des flèches reflète les avantages que possède chaque forme pour contrôler les dirigeants. Le positionnement efficace de chaque forme dérive de ces propositions [figure 2(b)].

Avec des rendements d'échelle croissants, la part des coûts de production apparaît primordiale. Les formes mutuelles, par nature ne pouvant accéder au marché financier, sont moins performantes sur cette dimension. Pour desserrer cette contrainte, les mutuelles peuvent privilégier une croissance interne, dans la limite des critères de solvabilité. Elles peuvent également filialiser certaines activités pour accéder au marché financier, mais quelle est alors la nature exacte de la forme juridique ? Enfin, un processus de « démutuellisation » est toujours possible. Ainsi cette contrainte de dimension conduit-elle à observer un continuum de formes d'entreprise allant de la société anonyme à la forme mutuelle pure, en passant par les groupes mutualistes opérant par l'intermédiaire de filiales.

• *Le comportement attendu des dirigeants de sociétés publiques*³

L'État apparaît généralement comme constitué d'une multitude de services dont les conflits l'emportent souvent sur la volonté de coordination [J. Tirole 1994]. Les dirigeants des sociétés publiques se retrouvent donc dans une situation relativement confortable, qui tient à trois points : un pouvoir politique divisé, des conseils d'administration peu actifs, et l'existence de réseaux qui les protègent efficacement des conséquences juridiques de leurs actions⁴.

Sans risque de faillite véritable, le contrôle du risque moral est plus faible. Une moindre pression sur les coûts s'exerce alors sur le dirigeant. Par ailleurs, une course à la taille augmente les pratiques discrétionnaires et le prestige associé à la fonction. Enfin, il est vraisemblable

³ Sociétés anonymes contrôlées majoritairement par l'État.

⁴ Bien que ces deux dernières caractéristiques se rencontrent également souvent dans les grandes entreprises privées en France.

que la stratégie d'enracinement politique du dirigeant vise à éviter les pertes systématiques, pour conserver un poste, ou pour accéder à la direction d'entreprises plus importantes. Ces éléments permettent de situer les sociétés publiques par rapport aux autres formes d'organisation [figure 2(b)].

2. Les implications testables

Ce cadre d'analyse permet de nombreuses interprétations quant aux conséquences de la gestion des relations contractuelles sur les choix d'activité. Le critère de performance retenu, fondé sur la notion de survie organisationnelle, requiert une étude longitudinale⁵. Celle-ci permet d'identifier les déterminants de l'efficacité organisationnelle, mais élude une partie du processus d'adaptation et limite les possibilités d'une classification fine des formes d'entreprises.

Trois dimensions de la stratégie des entreprises sont étudiées : la position face au risque, la diversification et la taille. Pour contrôler le risque moral, qui influe sur le résultat, l'entreprise doit pouvoir atténuer la sensibilité du résultat technique au comportement de sa clientèle. Le risque non diversifiable affecte également le risque total de l'entreprise. La principale difficulté consiste donc à trouver une mesure du risque qui permette une comparaison adéquate des différentes formes.

Pour une compagnie, contrôler le risque moral signifie que le souscripteur adoptera un comportement positif à son encontre. Associer l'assuré aux résultats de son action conduit à un processus d'auto-sélection de la clientèle. En d'autres termes, les profils de risque doivent différer d'une forme organisationnelle à l'autre si le risque moral n'est pas contrôlé de la même façon. À une extrémité, la mutuelle associative devrait attirer une clientèle peu opportuniste, alors qu'à l'autre, le manque de pressions sur les coûts doit conduire les sociétés publiques à être peu efficaces sur cette dimension.

⁵ Dans le cas contraire, rien ne justifie en effet qu'une entreprise, considérée à l'année n , soit performante. Par ailleurs, chaque forme présente des avantages et des inconvénients qui supposent l'adoption d'une stratégie particulière. L'étude doit donc également s'appuyer sur une observation de long terme.

Lorsqu'on combine la notion de risque moral à celle de risque non diversifiable, l'accent est mis sur le risque lié à l'activité de l'entreprise. Ce risque, non désiré par les dirigeants, est une source de conflit potentiel entre souscripteurs et actionnaires. La mutuelle associative permet de le résoudre. À l'inverse, les dirigeants de mutuelles généralistes adoptent une position plus prudente. Par rapport aux sociétés anonymes de type contrôlé, celles-ci perdent donc leur avantage quant à la gestion du risque mais gagnent en économies d'échelle ou de dimension, en diversifiant et en augmentant leur taille. Mais cette capacité à diversifier est moindre que celle des sociétés managériales, confrontées à une gestion du risque moral et du risque non diversifiable plus problématique.

2.1. Risque de souscription, du portefeuille d'actifs, réassurance

L'activité d'une entreprise d'assurances s'articule autour de trois éléments : le portefeuille de souscription, le portefeuille d'actifs et les décisions de réassurance. Toute entreprise d'assurances émet des créances conditionnelles en contrepartie de fonds qui lui servent à acquérir des titres. La première facette de cette activité entraîne la constitution d'un portefeuille d'engagements envers les souscripteurs d'assurance (et les apporteurs de capitaux) ; la seconde donne naissance à un portefeuille d'actifs financiers. Enfin, les décisions de placement financier dépendent de décisions techniques comme celle de la couverture de réassurance.

• Le risque de souscription

Du point de vue de la théorie financière, les meilleures mesures utiliseraient des données de marché, comme le bêta du portefeuille de souscription, mais celles-ci ne sont pas disponibles pour les mutuelles et les sociétés non cotées. Une solution intermédiaire est de se référer à une mesure purement comptable, comme la variance des sinistres d'un assureur, éludant les problèmes d'ordre conceptuel mais permettant une comparaison satisfaisante des différents types d'entreprises. Pour tenir compte des différences de taille entre les compagnies, le risque de souscription d'un assureur peut être appréhendé par la variance du taux

de sinistres [J. Lamm-Tennant, D. Starks 1993]. Le taux de sinistres, LR, égal au pourcentage de primes acquises nécessaire pour couvrir les sinistres encourus⁶, présente un double intérêt. D'une part, il constitue un indicateur de la «qualité» d'un souscripteur, si l'on recourt à la moyenne, MLR ; d'autre part, il permet d'évaluer dans le temps le degré de connaissance que l'on peut avoir d'une branche, si l'on retient la variance, VLR.

Lorsqu'on considère l'ensemble de l'activité, avec des branches présentant des niveaux de risque différents, la moyenne du taux de sinistres doit refléter les choix d'activité effectués par les différentes formes d'entreprise. Comme nous supposons que les mutuelles associatives se spécialisent dans des branches fortement risquées, leur taux devrait être plus élevé.

Proposition 1a : La variance du taux de sinistres (VLR) et la moyenne du taux de sinistres (MLR) doivent être significativement différentes pour les différentes formes d'entreprise, classées dans l'ordre suivant :

$$Ma > SC > Mg > SMa > SP$$

Il peut également être intéressant, comme pour un portefeuille d'actifs, de regarder la part du chiffre d'affaires réalisé dans chacune des branches, classées par niveau de risque. Deux solutions sont alors envisageables : utiliser la variance du taux de sinistres, ou bien calculer une contribution au risque du marché, pour chaque branche, égal à la covariance entre le taux de sinistres de la branche i et celui du marché rapportée à la variance du taux de sinistres du marché ($Cov(LR_i, LR_m) / Var(LR_m)$). Nous considérons donc la part du chiffre d'affaires réalisé dans la branche i comme une mesure du risque de souscription, les branches étant classées par niveau de risque total (PMR_i) et de risque

⁶ Les primes acquises sont égales aux primes souscrites d'une année ajustées de la variation des primes non acquises ; ces dernières étant l'équivalent de produits constatés d'avance. Les sinistres encourus sont égaux aux sinistres payés ajustés pour tenir compte des sinistres à payer mais non encore survenus.

relatif (PMCi). Le profil d'activité de chaque forme doit également être appréhendé globalement. Dans ce cas, les parts de marché des catégories retenues (Pmi) doivent être différentes.

Proposition 1b : Les parts de marché détenues dans les différentes branches (PMi) doivent être significativement différentes pour les différentes formes d'entreprise.

Proposition 1c : Les différentes formes d'entreprise doivent se spécialiser dans des branches dont le niveau de risque est différent, de telle sorte que :

$$\begin{aligned} \text{PMRi(Ma)} &> \text{PMRi(SC)} > \text{PMRi(Mg)} > \text{PMRi(SMa)} > \text{PMRi(SP)} \\ \text{PMCi(Ma)} &> \text{PMCi(SC)} > \text{PMCi(Mg)} > \text{PMCi(SMa)} > \text{PMCi(SP)} \end{aligned}$$

où *i* représente le niveau de risque le plus élevé.

• *L'activité d'investissement*

Les compagnies investissent principalement dans quatre types de placements : actions, immeubles, obligations et prêts⁷. Il est traditionnel de distinguer les valeurs à revenus variables, supposées plus risquées, des valeurs à revenus fixes. On aboutit alors à une dichotomie actions-immobilier/prêts-obligations. La plupart des études qui s'attachent à examiner le rôle de l'immobilier dans la gestion de portefeuille s'accordent en effet pour placer ce vecteur de placement entre les actions et les obligations en termes de couple rentabilité/risque [M. Hoëli, B. Thion 1996].

Pour avoir une idée correcte de la nature du portefeuille constitué par une compagnie, une classification fine des différentes catégories de placements est nécessaire. La seule base disponible (à notre connaissance), qui provient de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), ne donne qu'un état simplifié (état A5)⁸. Il est également

⁷ Il est délicat de distinguer les différentes parties du portefeuille des compagnies d'assurance. Des corrélations existent ainsi, dans l'assurance dommages, entre les taux de rentabilité des lignes de souscription et des différentes catégories de titres composant le portefeuille d'actifs.

⁸ Liste des actifs admis en représentation des engagements, en valeur comptable et de réalisation.

possible d'utiliser le risque total du portefeuille d'actifs. Le taux de rentabilité peut être approché en effectuant le rapport des produits des placements sur la valeur de marché du portefeuille. La variance ou l'écart-type nous donne alors le risque total du portefeuille, mesure supplémentaire acceptable du comportement vis-à-vis du risque (en supposant une diversification efficiente du portefeuille).

Nous nous intéresserons donc tout d'abord à la proportion des différents actifs dans le portefeuille, et en particulier à la part des valeurs risquées (PVR), composées de l'immobilier et des actions, pour déterminer un profil de gestion. Ensuite, nous utiliserons la variance du rapport du produit des placements sur, d'une part, le montant des primes nettes (VPPN), et d'autre part, la valeur de marché du portefeuille (VPPM), pour rendre compte du risque total assumé sur le portefeuille d'actifs.

Proposition 2 : La part des valeurs risquées dans le portefeuille d'actifs (PVR), la variance du produit des placements sur le montant des primes nettes (VPPN), la variance du produit des placements sur la valeur de marché du portefeuille d'actifs (VPPM) doivent être significativement différentes pour les différentes formes d'entreprise, classées dans l'ordre suivant :

$$Ma > SC > Mg > SMa > SP$$

• *Le problème de la réassurance*

La réassurance est une opération par laquelle une société d'assurances (la cédante) s'assure elle-même auprès d'une autre société (le réassureur), pour une partie des risques qu'elle a pris en charge. Pour apprécier correctement le comportement vis-à-vis du risque d'une entreprise, les mesures doivent tenir compte des opérations de réassurance, et donc être effectués nets de réassurance.

2.2. *La diversification et la taille de l'activité*

La diversification et la taille sont deux autres éléments de la stratégie des entreprises qui permettent aux dirigeants de diminuer leur risque et d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire. Inversement, ils accroissent le

coût du contrôle pour les créanciers résiduels. Pour mesurer le degré de concentration de l'activité, nous utilisons, à l'instar des études du même type [D. Mayers, C. Smith 1988 1994 ; J. Lamm-Tennant, L. Starks 1993], un indicateur d'Herfindhal H classique. Cet indicateur, peu sensible aux activités de faible poids relatif, est une mesure appropriée pour une étude sectorielle. À partir de l'état A1⁹, pour chaque sous-branche, nous prenons le rapport du montant souscrit dans celle-ci au montant total des souscriptions, le tout élevé au carré. H est égal à la somme de ces rapports. Pour la taille, nous utilisons le montant des primes nettes souscrites (PN) comme indicateur de chiffre d'affaires, et le total du bilan (BIL) pour tenir compte du poids de l'entreprise dans le secteur.

Proposition 3 : L'indicateur d'Herfindhal (H), le montant moyen des primes nettes émises (PN) et celui du total de bilan (BI) doivent être significativement différents pour les différentes formes d'entreprise, classées de la façon suivante :

$$\begin{aligned} H(\text{Ma}) &> H(\text{SC}) > H(\text{Mg}) > H(\text{SMa}) > H(\text{SP}) \\ \text{PN}(\text{Ma}) &< \text{PN}(\text{SC}) < \text{PN}(\text{Mg}) < \text{PN}(\text{SMa}) < \text{PN}(\text{SP}) \\ \text{BI}(\text{Ma}) &< \text{BI}(\text{SC}) < \text{BI}(\text{Mg}) < \text{BI}(\text{SMa}) < \text{BI}(\text{SP}) \end{aligned}$$

3. Les tests et les résultats obtenus

Les hypothèses sur le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et le comportement face au risque des différentes formes d'organisation, dans le secteur de l'assurance dommages, ont été testées principalement par D. Mayers, C. Smith [1988 1994], B. Smith, M. Smith [1990], Lamm-Tennant, Starks [1993].

L'étude de D. Mayers, C. Smith [1988] montre des mutuelles associatives plus concentrées géographiquement, et des différences significatives de choix d'activité. Par ailleurs, une relation significative entre la forme d'entreprise et le taux de sinistres est établie [D. Mayers, C. Smith 1994]. L'hypothèse d'une assomption différente du risque est étudiée par B. Smith, M. Smith [1990] sur deux compagnies, une mu-

⁹ Compte de résultat simplifié pour 12 sous-branches de l'assurance dommages.

tuelle et une société, dans la branche de la responsabilité professionnelle médicale : la mutuelle est associée à des contrats moins risqués. L'étude de Lamm-Tennant, Starks [1993] couvre 95% des actifs dans l'assurance dommages aux États-Unis sur une période de 8 ans, de 1980 à 1987. La variance du taux de sinistres est plus faible pour les sociétés mutuelles non associatives. Leurs résultats valident donc en partie l'hypothèse du pouvoir discrétionnaire managérial.

Ces études participent toutes d'une même volonté d'expliquer les choix d'activité des mutuelles et des sociétés anonymes. Pourtant, à l'exception du travail de B. Smith et M. Smith, les hypothèses testées font essentiellement référence au pouvoir discrétionnaire du dirigeant, et les résultats sont ambigus. De plus, la plupart de ces études ont été menées aux États-Unis. Or, certaines spécificités culturelles ou réglementaires peuvent influencer le comportement des entreprises et l'efficacité de certains mécanismes de contrôle¹⁰.

3.1. *Les données*

Nous utilisons les comptes individuels des sociétés d'assurances (base FFSA) pour la période 1987-1994¹¹. La sinistralité par branche est tirée du rapport d'activité annuel de la FFSA. Quelques problèmes ont affecté le traitement des données. D'une part, des données individuelles donnent une image moins fidèle de la structure de propriété. D'autre part, dans quelle catégorie peut-on classer les sociétés filiales de mutuelles ? Nous supposons un comportement identique à celui de la maison-mère, comme le font également D. Mayers, C. Smith [1994]. De plus, le manque de données sur la période ne permet pas une classification – en termes de structure de propriété – plus fine des sociétés privées. Du fait de la proximité des mutuelles généralistes et des sociétés contrôlées dans notre cadre d'analyse, fondre ces dernières et les sociétés managériales dans un même groupe de sociétés anonymes (SA) doit conduire à des résultats mitigés concernant les mutuelles généralistes et les sociétés anonymes. Toutefois, raisonnant au niveau des sociétés anonymes filiales de groupes financiers, nous supposons que les sociétés anonymes retenues dans l'échantillon adoptent le comportement

¹⁰ Voir P. Moerland [1995].

des sociétés anonymes de type contrôlé. Les résultats des tests seront commentés en ce sens.

Après un tri excluant les sociétés non identifiées et les sociétés étrangères¹², notre échantillon se compose de 33 sociétés anonymes privées, 29 mutuelles généralistes, 24 mutuelles associatives et 3 sociétés publiques (annexe 1). Le groupe des mutuelles associatives n'a pas été utilisé dans sa totalité pour tous les tests, en raison du manque de données disponibles. Les résultats de chaque test mentionnent aussi la taille des groupes retenus, pour tenir compte des données manquantes éventuelles¹³. Notre échantillon représente environ 60% du marché en 1989 et près de 75% en 1993. Enfin, des tests non paramétriques ont été réalisés pour comparer les sociétés publiques, peu nombreuses, aux autres formes.

3.2. L'activité de souscription

• Le risque de souscription

Les mutuelles associatives présentent bien une variance de sinistralité (VLR) plus forte que les autres formes, les sociétés publiques ayant la variance la plus faible (tableau 2).

Tableau 2 – Variance et moyenne du taux de sinistres [1987-1994]^o

Groupes	n	VLR	MLR
SP	3	0,00543	0,7358
Ma	11	0,05028	0,6809
SA	33	0,02539	0,6693
Mg	29	0,01090	0,6721

^o Affaires directes réalisées en France.

Par ailleurs, les sociétés publiques ont la moyenne de taux de sinistres (MLR) la plus élevée, les autres formes présentant une sinistralité

¹¹ Le nouveau plan comptable des assurances a pris effet en 1995, ce qui rend homogènes les comptes utilisés.

¹² Essentiellement à partir de la base DAFSA.

¹³ Les observations pour lesquelles les données disponibles sont insuffisantes.

moyenne à peu près équivalente. Lorsque VLR est utilisée (tableau 3), les mutuelles associatives présentent un risque de souscription significativement plus fort que les mutuelles généralistes, ce qui corrobore notre proposition 1a.

Tableau 3 – *Tableau d'analyse de la variance et de la moyenne de la sinistralité [1987-1994]*

Analyse de la variance – Comparaison des entreprises privées par paires						
Paires	Moyenne des carrés		F de Fisher (1)	Proba.		
	Inter	Intra				
<i>VLR</i>						
<i>Mg/Ma</i>	0,01236	0,00268	4,59923		0,03**	
<i>Ma/SA</i>	0,00511	0,00415	1,22860		0,27	
<i>SA/Mg</i>	0,00324	0,00177	1,82751		0,18	
<i>MLR</i>						
<i>Mg/Ma/SA</i>	0,000553	0,07037	0,00786		0,99	
Test des rangs – Comparaison sociétés publiques/autres formes						
	Mann-Whitney		Probabilité		Chi-carré	
	<i>VLR</i>	<i>MLR</i>	<i>VLR</i>	<i>MLR</i>	<i>VLR</i>	<i>MLR</i>
<i>SP/SA</i>	31	63	0,2897	0,4397	1,1212	0,5971
<i>SP/Mg</i>	52	66	0,5826	0,1458	0,3020	2,1160
<i>SP/Ma</i>	25	15	0,1857	0,8153	1,7515	0,0545

(1) rapport de la moyenne des carrés intermodalités sur la moyenne des carrés intramodalités.

* significatif à 10% ** significatif à 5% *** significatif à 1%

Par contre, les sociétés anonymes n'ont pas un risque significativement différent des autres formes, bien qu'elles semblent se rapprocher des mutuelles associatives. Une classification plus fine des sociétés anonymes permettrait de lever cette incertitude. La différence de comportement, sensible entre les deux types de mutuelles, conduit à conclure que le degré de contrôle des dirigeants est un facteur discriminant important. Lorsqu'on compare les sociétés publiques aux autres formes d'entreprise, aucune différence de comportement n'est significative. Enfin, l'analyse de la variable MLR n'apporte aucun résultat significatif.

• *La spécialisation*

Pour étudier le degré et le type de spécialisation, nous classons les sous-branches d'assurance par niveau de risque (tableau 4), à partir de

la variance du taux de sinistralité, et de la contribution au risque du marché (annexe 2).

Tableau 4 – Sinistralité et parts de marché (PMi) par sous-branches dommages [1987-1994]

Branches	Variance du taux de sinistres	Contribution au risque du marché	Ma	SA	SP	Mg
<i>Automobile</i>	0,0008	0,377	0,16	0,24	0,28	0,41
<i>Divers</i>	0,0030	0,763	0,02	0,12	0,01	0,06
<i>RC générale</i>	0,0033	0,388	0,04	0,05	0,06	0,05
<i>Dommages part. Transports</i>	0,0043	0,872	0,16	0,10	0,11	0,15
<i>Dommages prof.</i>	0,0118	0,926	0,33	0,09	0,03	0,01
<i>Dommages agri.</i>	0,0225	1,806	0,09	0,11	0,13	0,08
<i>Construction</i>	0,0270	1,044	0,07	0,003	0,01	0,02
<i>Catastrophes nat.</i>	0,1288	8,502	0,05	0,01	0,02	0,03
	0,1566	4,916	0,01	0,02	0,02	0,02

La branche automobile regroupe les dommages automobiles et la RC automobile ; la branche construction, les dommages ouvrages et la RC décennale. Les dommages corporels ne sont pas pris en compte.

Rapport entre le montant des primes nettes émises dans la sous-branche et le montant total des primes nettes émises en affaires directes en France ; moyenne calculée pour la période 1987-1994.

La branche automobile présente la variance du taux de sinistres la plus faible. La colonne « contribution au risque du marché » laisse apparaître trois catégories de branches¹⁴. Comme des impératifs commerciaux conditionnent l'activité des compagnies d'assurance dommages, qui se doivent d'exercer dans plusieurs branches, nous menons une analyse multivariée de la variance (tableau 5) sur les parts de marché détenues par les différentes catégories (PMi). Toutes les statistiques conduisent à des probabilités significatives. La proposition 1b, selon laquelle les parts de marché détenues dans les sous-branches doivent être différentes, est donc corroborée.

De plus, les branches automobile et transport jouent un rôle discriminant. Dans la première, qui présente un niveau de risque faible (0,0008 pour la variance du taux de sinistres et 0,377 pour la contribution au ris-

¹⁴ Pour une variation de 1% du taux de sinistres du marché, la part de la branche automobile est de 0,377%, celle des dommages professionnels de 1,806% et enfin, celle de la branche construction de plus de 8%.

que du marché), la part de marché des mutuelles associatives (16%) est plus faible que celle des autres formes. Dans la seconde, au niveau de risque supérieur (0,0118 pour la variance du taux de sinistres et 0,926 pour la contribution au risque du marché), les mutuelles associatives réalisent 33%.

Tableau 5 – Analyse multivariée des parts de marché par branches [1987-1994]

Tests de Fisher univariés – Comparaison des 4 groupes d'entreprise (PMi)				
Branches	Moyenne des carrés		F de Fisher	Probabilité
	Inter	Intra		
<i>Automobile</i>	0,2248	0,0587	3,8267	0,01**
<i>Dommmages prof.</i>	0,0080	0,0172	0,4626	0,70
<i>Construction</i>	0,0037	0,0078	0,4773	0,69
<i>Dommmages part.</i>	0,0141	0,0299	0,4702	0,70
<i>Dommmages agric.</i>	0,0191	0,0133	1,4359	0,23
<i>Transport</i>	0,3514	0,0623	5,6370	0,00***
<i>Catastrophes nat.</i>	0,0003	0,0003	0,9262	0,43
<i>Divers</i>	0,0490	0,0506	0,9684	0,41
<i>RC générale</i>	0,0002	0,0049	0,0382	0,98
Statistiques de l'analyse multivariée (PMi)				
Statistiques	Valeur	F de Fisher	ddl	Probabilité
<i>Lambda de Wilks</i>	0,5150	1,8827	27,199	0,00***
<i>Pillai trace</i>	0,5431	1,7191	27,210	0,01**
<i>Hotteling-Lawley trace</i>	0,8306	2,0508	27,200	0,00***

En conclusion, les choix d'activité apparaissent différents, les mutuelles associatives semblent se spécialiser dans des branches plus risquées à l'inverse des mutuelles généralistes, ce qui est conforme à notre proposition 1c. Ces résultats ont également des conséquences sur les taux de sinistralité. Par exemple, comme les mutuelles associatives souscrivent prioritairement dans des branches plus risquées, un taux de sinistres moyen équivalent à celui des autres formes signifie que le risque moral est mieux maîtrisé. Ce résultat est accentué dans le cas des sociétés publiques, qui présentent un taux plus élevé.

3.3. L'activité d'investissement

Les structures de portefeuilles d'actifs (tableau 6) sont similaires. Toutefois, les mutuelles associatives semblent investir essentiellement dans les obligations au détriment des valeurs risquées (actions et immobilier). Les tests (tableau 7) effectués sur cette dimension donnent cependant des résultats non significatifs.

Tableau 6 – *Portefeuille d'actifs des différentes formes – Proportion moyenne investie dans les différents placements [1985-1994]^o*

Placements	SP	Ma	SA	Mg
<i>Obligations</i>	0,27	0,45	0,36	0,38
<i>Immobilier</i>	0,16	0,17	0,18	0,15
<i>Actions</i>	0,26	0,12	0,18	0,19

^oValeur de réalisation des actifs (état A5), moyenne calculée sur la période 1985-1994.

Tableau 7 – *Tableau d'analyse de l'investissement en valeurs risquées [1985-1994]*

Analyse de la variance – Comparaison par paires des entreprises privées – (PVR)				
Paires	Moyenne des carrés		F de Fisher	Probabilité
	<i>Inter</i>	<i>Intra</i>		
<i>Mg/Ma</i>	0,02672	0,03978	0,67168	0,41
<i>Ma/SA</i>	0,06535	0,04391	1,48827	0,22
<i>SA/Mg</i>	0,00850	0,02713	0,31334	0,57
Test des rangs – Comparaison sociétés publiques/autres formes (PVR)				
	Mann-Whitney	Probabilité	Chi-carré	
<i>SP/SA</i>	63	0,4397	0,5971	
<i>SP/Mg</i>	64	0,2341	1,4157	
<i>SP/Ma</i>	21	0,2472	1,3393	

Le tableau 8 présente les valeurs des variables VPPN et VPPM. VPPN mesure le résultat « financier » moyen dégagé par la politique d'investissement à partir du chiffre d'affaires généré. Les mutuelles associatives possèdent la variance la plus élevée, suivies par les sociétés anonymes, les mutuelles généralistes et les sociétés publiques. VPPM est une mesure plus directe de rentabilité financière, le résultat moyen dégagé par la politique d'investissement de l'entreprise étant rapporté à la valeur de réalisation moyenne du portefeuille d'actifs. Le classement des différentes formes reste le même.

Tableau 8 – *Variance du produit des placements rapporté aux primes nettes et à la valeur de marché du portefeuille d'actifs – (VPPN) (VPPM) [1985-1994]^o*

Groupes	n	VPPN	VPPM
<i>SP</i>	3	0,0007	0,00022
<i>Ma</i>	24	0,0526	0,00128
<i>SA</i>	33	0,0044	0,00047
<i>Mg</i>	29	0,0035	0,00031

^oA partir du compte d'exploitation et de l'état A5, moyenne calculée pour la période 1985-1994.

Les résultats des tests (tableau 9) sur VPPN ne confirment pas notre proposition 2. Cependant, sur cette dimension, les mutuelles associatives et les sociétés publiques se comportent différemment : le risque assumé par ces dernières est significativement inférieur. De plus, la valeur de VPPM des mutuelles associatives est significativement supérieure à celle des sociétés anonymes et des mutuelles généralistes ; ces dernières, toutefois, ne peuvent être distinguées sur cette dimension. La proposition 2 n'est donc que confirmée partiellement.

Tableau 9 – *Analyse de la variance du produit des placements rapporté aux primes nettes et à la valeur de marché du portefeuille d'actif (VPPN) (VPPM) [1985-1994]*

Analyse de la variance – Comparaison par paires des entreprises privées								
	Moyenne des carrés				F de Fisher		Probabilité	
	VPPN		VPPM		VPPN	VPPM	VPPN	VPPM
	Inter	Intra	Inter	Intra				
<i>SM/MA</i>	0,031	0,012	0,000	0,000	2,454	6,835	0,12	0,01**
<i>MA/SA</i>	0,032	0,011	0,000	0,000	2,708	4,520	0,10	0,03**
<i>SA/SM</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,229	1,126	0,63	0,29
Test des rangs – Comparaison sociétés publiques/autres formes								
	Mann-Whitney		Probabilité		Chi-carré			
	VPPN	VPPM	VPPN	VPPM	VPPN	VPPM		
<i>SP/SA</i>	29	38	0,24	0,51	1,37	0,43		
<i>SP/SM</i>	39	44	0,70	0,95	0,14	0,00		
<i>SP/MA</i>	65	52	0,02**	0,21	5,00	1,52		

3.4. La concentration et l'importance de l'activité

Les mutuelles associatives apparaissent plus concentrées que les autres formes d'entreprise, à l'opposé des sociétés publiques (tableau 10)¹⁵

Tableau 10 – Concentration de l'activité (H)^a et taille (PN, BI)^b
[1987-1994]

Groupes	n	H	n	PN (en millions de F)	BI (en millions de F)
SP	3	0,16562	3	12164	31470
Ma	15	0,65026	24	129	588
SA	33	0,40267	33	817	2826
Mg	29	0,33263	29	1857	4551

^aCalculé à partir du résultat simplifié des 12 sous-branches de l'assurance dommages (état A1).

^bAffaires directes réalisées en France, moyenne calculée pour la période 1987-1994.

Les mutuelles associatives sont significativement plus concentrées que les autres groupes (tableau 11). Encore une fois, les mutuelles généralistes et les sociétés anonymes ne peuvent être distinguées. Lorsqu'on s'intéresse aux différences de concentration entre les sociétés publiques et les autres groupes, tous les tests sont significatifs à 5%. Les sociétés publiques sont donc significativement moins concentrées que les autres formes d'entreprise.

Par ailleurs, les mutuelles associatives ont effectivement une taille significativement inférieure à celle des mutuelles généralistes et des sociétés anonymes. Lorsqu'on s'intéresse au montant des primes nettes, les différences de taille sont encore plus significatives. De plus, les mutuelles généralistes réalisent un chiffre d'affaires moyen significativement supérieur à celui des sociétés anonymes. Enfin, les sociétés publiques possèdent une taille significativement supérieure à celle des autres groupes. La proposition 3 est donc globalement confirmée.

¹⁵ Si une entreprise répartit de façon égale son activité entre les 12 sous-branches considérées, l'indicateur H sera égal à 1/12, soit 0,083. Avec un indicateur de 0,16, les sociétés publiques sont donc presque totalement diversifiées.

Tableau 11 – *Tableau d'analyse de la concentration et de l'importance de l'activité [1987-1994]*

Analyse de la variance – Comparaison par paires des entreprises privées (BI) (PN) ^a									
	F de Fisher			Probabilité					
	<i>H</i>	<i>BI</i>	<i>PN</i>	<i>H</i>	<i>BI</i>	<i>PN</i>			
<i>Mg/Ma</i>	11,25	8,37	10,12	0,00**	0,00**	0,00**			
					*	*			
<i>Ma/SA</i>	5,75	6,26	9,06	0,02**	0,01**	0,00**			
						*			
<i>SA/Mg</i>	1,03	1,67	4,36	0,31	0,20	0,04**			
Test des rangs – Comparaison sociétés publiques/autres formes (BI) (PN) ^o									
	Mann-Whitney			Probabilité			Chi-carré		
	<i>H</i>	<i>BI</i>	<i>PN</i>	<i>H</i>	<i>BI</i>	<i>PN</i>	<i>H</i>	<i>BI</i>	<i>PN</i>
<i>SP/SA</i>	14	99	99	0,04**	0,00**	0,00**	4,13	8,02	8,02
					*	*			
<i>SP/Mg</i>	12	86	86	0,04**	0,00**	0,00**	4,14	7,54	7,54
					*	*			
<i>SP/Ma</i>	41	0	0	0,02**	0,00**	0,00**	4,98	7,71	7,71
					*	*			

^a Affaires directes réalisées en France.

Conclusion

Les résultats obtenus permettent de tirer deux conclusions principales. Tout d'abord, les propositions concernant les mutuelles associatives et les sociétés publiques sont confirmées. Les mutuelles associatives exercent dans des activités risquées, sont très spécialisées et de petite taille à l'inverse des sociétés publiques. Ensuite, comme nous l'avions anticipé, les mutuelles généralistes et les sociétés anonymes apparaissent peu différenciables, bien que les premières semblent adopter un comportement moins risqué. Suivant l'hypothèse de « discrétion managériale » de D. Mayers et C. Smith, celles-ci contrôlent moins bien les dirigeants que ne le font les sociétés anonymes. Il leur faut donc se spécialiser dans des branches où il est possible de limiter le comportement discrétionnaire des dirigeants, c'est-à-dire où l'établissement des taux ne nécessite pas de paris trop importants. Une spécialisation dans l'assurance automobile, et une variance du taux de sinistres assez faible, confirment cette hypothèse. Toutefois, les mutuelles associatives devraient se situer entre les mutuelles généralistes et les sociétés anonymes, et devraient donc se spécialiser également dans des branches faiblement risquées ou avoir un

blement risquées ou avoir un comportement face au risque plus prudent que celui des sociétés anonymes. Or, c'est justement l'inverse que nous observons. De plus, le contrôle du pouvoir discrétionnaire managérial implique que les mutuelles soient plus concentrées que les sociétés anonymes. D. Mayers, C. Smith [1988], dans l'assurance dommages, trouvent que les mutuelles exercent effectivement dans moins d'États aux USA ; mais leur étude de 1992 sur l'assurance-vie aboutit au résultat contraire.

Les résultats que nous obtenons n'apportent pas de réponses définitives. Il apparaît bien que les deux types de mutuelles ont des comportements très différents. L'indécision quant à la situation respective des mutuelles généralistes et des sociétés anonymes tient, sans aucun doute, à une classification trop peu précise des différentes formes de société. Compte tenu de l'importance de l'espace discrétionnaire des dirigeants [G. Charreaux 1997], de nouveaux tests reposant sur une distinction plus fine de ces dernières sont nécessaires. L'étude du secteur de l'assurance-vie devrait pouvoir apporter également des éléments de réponse¹⁶. Au-delà du secteur des assurances, du fait de l'internationalisation et de l'intégration des activités financières, l'ensemble des entreprises du secteur financier, en Europe, est concerné.

Bibliographie

- Born P., Gentry W. M., Viscusi W. K., Zeckhauser R. [1994], « Determinants of the Organizational Form of Insurance Companies : Stocks versus Mutuals », *NBER Conference*, June.
- Charreaux G. [1997], « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises*, Économica.
- Doherty N. A., Dionne G. [1993], « Insurance With Undiversifiable Risk: Contract Structure and Organizational Form of Insurance Firms », *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 6, n 2, p. 187-203.
- Fama E. F., Jensen M. C. [1985], « Organizational Forms and Investment Decisions », *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, n 1, p. 101-119.

¹⁶ Voir à ce sujet F. Roth [1997].

Hansmann H. [1985], « The Organization of Insurance Companies : Mutual versus Stock », *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 1, n° 1, p. 125-153.

Hosli M., Thion B. [1996], « Investissement immobilier : rentabilité, risque et diversification de portefeuille », *Banque et Marchés*, n° 22, p. 5-11.

Lamm-Tennant J., Starks L. T. [1993], « Stock versus Mutual Ownership Structures : the Risk Implications », *Journal of Business*, Vol. 66, n° 1, p. 29-46.

Mayers D., Smith C. W. [1988], « Ownership Structure across Lines of Property-Casualty Insurance », *Journal of Law and Economics*, Vol. 31, n° 2, p. 351-378.

Mayers D., Smith C. W. [1992], « Executive Compensation in the Life Insurance Industry », *Journal of Business*, Vol. 65, n° 1, p. 51-74.

Mayers D., Smith C. W. [1994], « Managerial Discretion, Regulation, and Stock Insurance Ownership Structure », *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 61, n° 4, p. 638-655.

Morland P. W. [1995], « Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems », *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 26, n° 1, p. 17-34.

Roth F. [1997], « Performance, complémentarité et spécialisation des différentes formes d'organisation dans le secteur de l'assurance », Thèse, Université de Bourgogne, janvier.

Smith B. D., Stutzer M. J. [1990], « Adverse Selection, Aggregate Uncertainty, and the Role for Mutual Insurance Contracts », *Journal of Business*, Vol. 63, n° 4, p. 493-510.

Smith B. D., Stutzer M. [1995], « A Theory of Mutual Formation and Moral Hazard with Evidence from the History of the Insurance Industry », *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, n° 2, p. 545-577.

Smith C. W. [1986], « On The Convergence of Insurance and Finance Research », *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 53, n° 4, p. 693-717.

Tirole J. [1994], « The Internal Organization of Government », *Oxford Economic Papers*, Vol. 46, p. 1-29.

Williamson O. E. [1993], « Transaction Cost Economics and Organization Theory », *Industrial and Corporate Change*, Vol. 2, n° 2, p. 107-156.

Williamson O. E. [1995], « Hierarchies, Markets and Power in the Economy : an Economic Perspective », *Industrial and Corporate Change*, Vol. 4, n° 1, p. 21-49.

Zeckhauser R. [1995], « Insurance and Catastrophes », *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, Vol. 20, n° 2, p. 157-175.

Annexe 1 – Liste des sociétés d'assurance dommages présentes dans l'échantillon

SA	Mg	Ma	SP
Abeille Paix	ACM	Acte	AGF IART
AIG Europe	AM de l'Indre	CAMCA	GAN IA
Allianz France	AM de France	CAMB	UAP
AMIS	AXA assurances	MA de Montmerle (1)(2)	IARD
Assurances fédérales	AXA assurances mutuelle	MAPA	
Bâloise	CGAM	MCA	
Camat	CIARL	MGA	
Cardif	Caisse mutuelle marnaise	MISSO	
CCA	CIAM	MA d'Ambrieu (1)(2)	
Coface	DAS	MASPM	
Commercial Union	GMF	MA Neuville (1)(2)	
Concorde	MAAF	MUTRAFER (2)	
Continent	MACIF	Mut. Bresse/Dombes (2)	
Équité	MACSF	Mutuelle de Cluny (1)(2)	
Europ assistance	MAIF	Mutuelle de Viriat (1)(2)	
France	MATMUT	Le vieux jonc (1)(2)	
GFA	MRA	AM côtes charentaises (2)	
GPA	La mutuelle	Renom (1)(2)	
Lutèce	Mutuelle de Marseille	SAMAP (2)	
Médicale de France	Mutuelle de Poitiers	Secours de St Priest (1)(2)	
Nationale Suisse	Mutuelle des archi. Fçais	SMABTP	
Palatine assurances	Mutuelle régions Fçaises	SAM Val de Saône (1)(2)	
PFA	Mutuelles du Mans	SAMMCO	
Réunion française	Mutuelle Saint Christophe	Société de Granville	
Rhin et Moselle	SACREN		
SFAC	Sagena		
SIS assurance	Sauvegarde		
Sociafrance	Strasbourgeoise		
Lilloise	Uni Europe		
Société suisse			
Suisse			

UPE			
UGN			
n = 33	n = 29	n = 24	n = 3

(1) Mutuelle non comprise dans le test concernant le degré de concentration

(2) Mutuelle non comprise dans le test concernant le risque de souscription

Annexe 2 – Calcul de la contribution au risque du marché

Branches (i)	Taux de sinistres à primes (LR)								Contrib. au risque*	Variance du LR
	87	88	89	90	91	92	93	94		
Automobile	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,3773	0,0009
Dommages part.	0,6	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,3883	0,0038
Dommages prof.	0,6	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7629	0,0034
Dommages agri.	0,8	0,6	0,7	1,1	0,5	0,7	0,8	0,7	0,8721	0,0049
Transports	0,6	0,7	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7	0,9257	0,0134
RC générale	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	1,0442	0,0309
Construction	1,3	1,2	-0,8	0,6	0,8	1,1	1,5	1,8	1,8055	0,0258
Cat. naturelles	0,3	0,7	-0,0	0,5	0,4	0,8	1,3	0,6	4,9157	0,1790
Divers	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	8,5017	0,7013
Total (m)	0,7	0,7	0,6	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	1	0,0034

* Covariance (LRi, LRm)/Variance (LRm)