

CONCLUSION GÉNÉRALE

Notre analyse met en évidence les bénéfices et coûts de la concentration, en portant l'accent sur le coût implicite de liquidité que font supporter les actionnaires de contrôle aux investisseurs mais également à leur entreprise puisque augmentant le coût du capital.

1. LES LEÇONS EMPIRIQUES SUR LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS

L'étude menée sur la performance d'un échantillon de sociétés cotées sur Euronext Paris souligne la nécessité d'appréhender de manière globale les structures de propriété et de contrôle des entreprises. L'analyse typologique montre ses limites quant à l'appréciation du critère de classification des entreprises, et nous lui préférons l'analyse catégorielle.

De plus, nous avons comblé un vide, celui de l'absence d'étude pour le marché parisien de la structure de propriété en termes de droits de vote : bien que central dans l'appréhension du contrôle et des rapports de pouvoir, l'absence de base de données adéquate contraignait d'inférer le contrôle des actionnaires importants à partir de leur participation en capital, induisant mécaniquement un biais méthodologique certain.

Ainsi, la concentration du contrôle au sein des entreprises est déterminée comme bénéfique lorsque ce dernier est aux mains des personnes physiques et qu'il n'existe pas de réel contrepouvoir des actionnaires de second rang, source de dissensions potentielles paralysant le processus décisionnel.

La concentration de l'actionnariat n'est pas à elle seule une condition suffisante de sur-performance ; en revanche, l'éparpillement des participations entre actionnaires de petite taille implique des coûts de contrôle (de fait d'absence de contrôle) importants. Il en ressort un impact positif indirect de la concentration, comme obstacle aux coûts de dispersion.

La prise en compte des droits de vote plutôt que de la structure en capital uniquement apporte un éclairage certain en ce qui concerne la distorsion du contrôle entre actionnaires internes et externes, mais également dans l'appréciation des rapports de force entre actionnaires de contrôle. Les résultats obtenus supportent un effet positif de la démultiplication du contrôle, en raison d'une augmentation parallèle de la participation au capital et de l'amoindrissement des coûts de dissension.

Nous mettons également en évidence l'importance des variables de contrôle dans la conduite des tests, et particulièrement du rôle de l'endettement qui influence négativement la performance. Pour reprendre Charreaux [1997], page 83 : « la gestion de la relation d'agence par l'endettement a des conséquences très sensibles sur la performance ».

Le conseil d'administration semble jouir d'un rôle limité de représentation des intérêts des actionnaires de contrôle, notamment familiaux. Nous démontrons ainsi la neutralité de la taille, la composition ou le type de conseil sur la performance des sociétés. En revanche, le degré d'indépendance des administrateurs est fortement lié à l'identité des actionnaires de contrôle, les groupes familiaux ainsi que l'Etat favorisant des administrateurs internes.

Mais concentration et participation des personnes physiques ont un coût.

2. LES LEÇONS EMPIRIQUES SUR LA LIQUIDITÉ DES TITRES ET LE COÛT DU SERVICE D'IMMÉDIATÉTÉ

La structure de propriété impacte à la fois le coût du service d'immédiateté et la surveillance du marché.

En effet, les firmes à l'actionnariat concentré exhibent les plus forts coûts de liquidité, en raison notamment de la faiblesse du flottant, facteur prépondérant dans la détermination de l'importance de la fourchette, puisque directement relié au potentiel d'échange sur le marché. Par suite, l'action bénéfique de la surveillance du marché (la rotation du flottant étant utilisée comme approximation) est remise en cause par la présence de participations stables telles celles des groupes familiaux.

La présence d'actionnaires individuels importants soutient la thèse de la convergence d'intérêts mais engendre des coûts de liquidité élevés pour les investisseurs et amoindrit la surveillance du marché. Il s'ensuit un arbitrage nécessaire entre les bénéfices du contrôle et le coût de la liquidité au sens de Holmström et Tirole [1993].

3. L'ARBITRAGE NÉCESSAIRE ENTRE PERFORMANCE ET COÛT DE LIQUIDITÉ : PRIMAUTÉ À LA CONCENTRATION ?

Il advient que l'impact de la présence d'actionnaires familiaux doit être analysé en terme d'arbitrage en fonction notamment de l'horizon d'investissement des agents. Dans la mesure où le coût du service d'immédiateté est supporté à chaque transaction, son influence

s'amointrit avec la durée de détention des actifs. Toutefois, les tests de comparaison effectués (*confer* Chapitre 8 – Section 3 – Paragraphe 5) soulignent un impact net positif de la concentration si l'on se réfère à l'alpha de Jensen comme mesure de performance. Mais l'absence de signification pour les autres mesures ne permet pas de conclure de manière définitive, en raison notamment de la période d'étude relativement restreinte.

Il n'en demeure pas moins que l'existence du point d'équilibre est conditionnelle non seulement à l'horizon d'investissement, mais également aux caractéristiques de la société pouvant impacter les composantes de la fourchette.

Enfin, la solution d'Holmström et Tirole d'émission d'actions à droits de vote différenciés permettant de bénéficier à la fois d'un contrôle efficace et d'une surveillance active du marché est remise en cause par le signal d'expropriation qu'envoie la distorsion du contrôle aux investisseurs externes.

4. INTÉRÊT DE LA RECHERCHE

Nous pouvons dresser un bilan des recommandations à l'issue de ce travail de thèse³²³.

Sur le plan méthodologique, l'utilisation de modèles de décomposition de la fourchette, développés historiquement dans un contexte de marchés gouvernés par les prix, doit faire l'objet de tests préliminaires afin de vérifier la validité des conditions théoriques nécessaires (notamment pour le modèle de Huang et Stoll [1997] présenté une probabilité de retournement du flux d'ordres supérieure à 0,5). De nombreux travaux confèrent ainsi une importance disproportionnée à l'existence d'une composante d'inventaire dans le coût du service d'immédiateté sur des marchés gouvernés par les ordres, où les considérations de gestion de stocks de titres semblent *a priori* minimales en dehors de l'existence éventuelle de contrats d'animation ou d'apporteurs de liquidité.

De même, il convient d'élargir la grille d'analyse de la structure du capital avec la prise en compte des droits de contrôle. Bien que l'étude de la structure de propriété en droits de vote n'apporte pas *stricto sensu* d'information supplémentaire par rapport à la participation des

³²³ Nous précisons que ces recommandations prennent leur sens dans le cadre institutionnel national et pour les entreprises cotées sur Euronext Paris. Nous acceptons ainsi pour limite inhérente à notre travail l'extension directe de ces recommandations sans une analyse approfondie des spécificités nationales sur ces deux plans. Nous prenons ainsi à la lettre la proposition de Fligstein et Choo [2005] selon laquelle « [...] *the importation of another country's corporate governance institutions is not likely to work unless the whole system is borrowed or the borrowed element fits in with what already exists in a given society.* », page 80.

actionnaires importants, la distorsion du contrôle est en revanche riche d'enseignement. D'une part car elle infère un signal d'expropriation au détriment des actionnaires minoritaires, d'autre part car elle permet d'apprécier les coûts de dissension eu égard au contre-pouvoir des actionnaires de second rang.

Enfin, on ne peut s'affranchir de l'identification des actionnaires importants dans la mesure où les acteurs du contrôle font preuve de schémas comportementaux différents.

En terme de stratégie de gestion de portefeuille, l'appréciation du couple rendement/risque et de l'horizon de placement par les gestionnaires se doit de prendre en compte l'impact de la concentration et de l'identité des actionnaires de contrôle non seulement sur la performance attendue des titres détenus, mais également sur leur coût de liquidité. L'attrait en termes de performance des entreprises avec une participation forte voire majoritaire d'actionnaires personnes physiques doit être contrebalancé par un arbitrage avec l'horizon de placement, puisque les coûts de transaction peuvent diminuer voire supprimer l'avantage pécuniaire attendu. Cette assertion doit trouver un écho d'autant plus marqué pour les entreprises à très faible niveau de liquidité.

Enfin, les entreprises souhaitant diminuer leur coût en capital ont intérêt à adopter une politique de suivi de leurs titres sur deux niveaux.

D'une part, le recours, pour les entreprises les moins liquides, aux services d'un apporteur de liquidité, permettrait d'assurer un service d'immédiateté minimum aux investisseurs et de soutenir la liquidité de leurs titres.

D'autre part, l'adoption d'une politique informationnelle active permettrait d'accroître la visibilité de l'entreprise, par suite du volume d'échange potentiel, mais également de diminuer les coûts de participation au sens de Merton [1987]. Dans ce sens, l'accroissement de la base actionnariale constitue un prolongement naturel d'une telle démarche.

La réforme de la cote de la place d'Euronext Paris peut constituer une solution adéquate à cette problématique. En effet, la fusion des Premier, Second et Nouveau Marchés le 21 février 2005 obéit à une logique de création d'une cote dédiée aux valeurs moyennes (environ 85% des entreprises cotées) et de concentration des transactions. L'impact attendu est direct : pour les investisseurs, la globalisation de leur gestion d'actifs, la réalisation d'économies d'échelle dans leurs *back-offices* et finalement la recherche d'un meilleur ratio coût/liquidité, pour les sociétés, la concentration des échanges signifie une augmentation de la liquidité de leurs titres et une plus grande visibilité internationale, d'autant plus que la réforme s'accompagne de la

création d'un nouveau segment d'activité d'expertise en valeurs moyennes, synonyme d'une diffusion informationnelle plus importante.

5. LES PERSPECTIVES DE RECHERCHE

Il serait intéressant de poursuivre les études empiriques sur ce thème et en particulier :

- de tester la robustesse des résultats dans le temps, notre étude péchant par la période restreinte d'analyse, mais également sur un échantillon d'entreprises présentant un degré de liquidité et une diffusion informationnelle tout autres ou encore effectuer une comparaison internationale, en prenant en compte les spécificités nationales à la fois institutionnelles mais également au niveau des mécanismes de découverte des prix pour les marchés financiers,
- de mesurer l'impact de la réforme de la cote d'Euronext sur le coût du service d'immédiateté,
- d'étendre les voies de recherche potentielles en direction de l'analyse des entreprises familiales pour lesquelles taille, stratégies et acteurs diffèrent de la vision orthodoxe de la firme,
- d'approfondir les liens croisés potentiels entre la liquidité des titres et la structure de propriété, dans la lignée de Maug [1998],
- de préciser le rôle des intermédiaires bancaires quant à leur gestion de la relation d'agence par la dette mais également au travers de leur activité de marché,
- d'apporter un éclairage supplémentaire aux études d'événement sur des changements de la structure de propriété annoncés par le franchissement des seuils légaux ou statutaires, afin de discriminer les effets liquidité des effets de contrôle ou d'enracinement potentiels,
- ou encore, d'intégrer les moyens actifs ou passifs de défense des dirigeants leur permettant de s'affranchir tout au moins partiellement des mécanismes de contrôle formels ou non.

Les trois premiers points font l'objet d'un projet de recherche.

Ces types d'études sont séduisants dans la mesure où elles permettent d'élargir le spectre d'analyse de la gouvernance en adoptant une approche globalisante, plus à même de refléter la complexité des interactions entre les différents mécanismes de gouvernement. Si certaines

études françaises ont déjà été menées, elles demeurent incomplètes en raison notamment de l'absence de données réelles sur la répartition des droits de contrôle entre actionnaires, ou encore de l'absence de prise en compte d'un effet coût de la liquidité dans l'appréciation des performances ou des réactions des prix des titres pour les études d'événements. La construction d'une base de données de la structure des droits de vote des entreprises permet de pallier ce manque, et d'apprécier la pertinence des théories de la gouvernance en valorisant une approche en termes de droits de contrôle.