

## **INTRODUCTION GÉNÉRALE : UNE APPRÉHENSION GLOBALE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE**

*« One question [...] is why the firm could not have the best of both worlds: efficient market monitoring as well as the benefits of control. », Holmström et Tirole [1993], page 698.*

La liquidité des marchés financiers ainsi que le système de gouvernement des entreprises font usuellement l'objet d'études distinctes quant à leur impact sur la valeur des sociétés, indifféremment sur le cours des titres.

De fait, l'étude de la microstructure des marchés financiers s'est développée principalement en direction des conditions d'efficacités opérationnelle et informationnelle des places boursières, notamment en termes de volume d'échange, de coûts de transaction, de profondeur, ou de résilience, autrement dit de degré de liquidité, composante clé de leur évolution<sup>1</sup> ; historiquement les théoriciens se sont intéressés à l'analyse de l'activité de tenue de marché comme service d'immédiateté des transactions (Demsetz [1968], Bagehot [1971], Stoll [1978] pour citer quelques pionniers). Bhidé [1993] posera toutefois les jalons d'une réflexion sur la place de la liquidité au sein des mécanismes de gouvernance.

D'un autre côté, la séparation de la propriété des firmes et des fonctions de décision au sein des sociétés managériales, et surtout le mésalignement des objectifs des dirigeants avec celui des actionnaires, s'est transposée par un intérêt sans équivoque des chercheurs sur la définition du cadre d'une gouvernance efficace, remédiant cette divergence d'intérêts, et permettant, pour reprendre Shleifer et Vishny [1997], le retour sur investissement attendu des apporteurs de fonds. Dans le spectre des mécanismes de gouvernance, et de manière non exhaustive, le contrôle direct des actionnaires par la présence d'actionnaires importants (Shleifer et Vishny [1986]), l'émission de classes d'actions à droits de vote différenciés (Grossman et Hart [1988], Harris et Raviv [1988]), le conseil d'administration (Bhagat et Black [1999], Charreaux [1997], Montandrou [2004]), l'audit externe (Piot [2001], Ebondo [2004]), la politique d'information financière (Ronen et Yaari [2001]), l'activisme des actionnaires (Rediker et Seth [1995], Girard [2001]), les systèmes de rémunération incitatifs (Hart [1995]), l'environnement légal et réglementaire (La Porta et *al.* [1997], Van Hulle [1997]), le marché des biens et des services (Demsetz [1983], Hart [1983]), la dette (Jensen

---

<sup>1</sup> Le lecteur pourra se référer à Cuny [1993] sur le rôle de la liquidité dans l'innovation de marché.

[1986]), le marché des dirigeants (Fama [1980]) ou encore les marchés financiers (Grossman et Hart [1980]) furent successivement mis en exergue comme systèmes d'alignement des intérêts antagonistes des dirigeants et des propriétaires de l'entreprise. Le débat s'est également ouvert à l'ensemble des parties prenantes au nœud contractuel, avec notamment la garantie de produits de qualité pour les clients de la firme (Maksimovic et Titman [1991]) ou encore le surplus organisationnel intégrant les intérêts du personnel de l'entreprise (Myers [1990])

Il est en revanche particulièrement frappant que l'analyse croisée des relations entre les divers mécanismes de gouvernance soit restée somme toute marginale, particulièrement sur le plan empirique, en raison pour partie de la complexification des champs d'étude. Or, les caractéristiques opérationnelle et informationnelle de la liquidité influencent tout autant la création de valeur actionnariale, d'autant plus qu'elle interfère avec les autres mécanismes de gouvernance voire constitue le coût de la surveillance des marchés financiers.

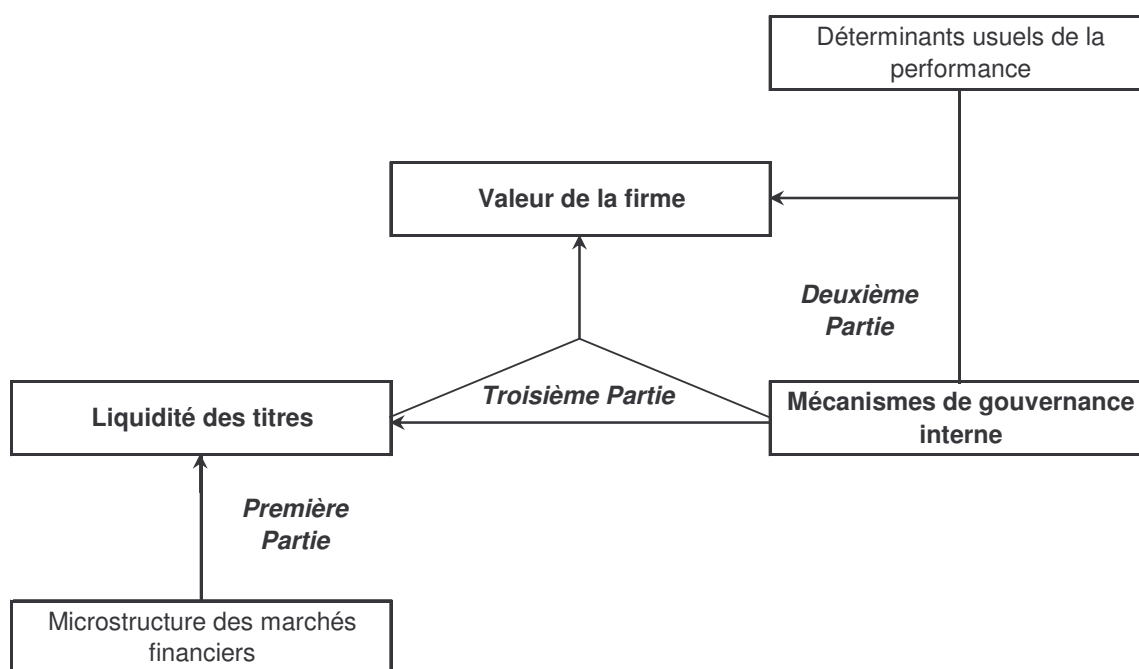
Un pan de la littérature théorique (Holmström et Tirole [1993], Maug [1998], Kahn et Winton [1998] ou encore Bolton et Von Thadden 1998), initié par l'interrogation de Bhidé [1993] sur le bien-fondé du développement d'un actionariat diffus au travers de l'ouverture des marchés financiers, s'est toutefois attaché à analyser l'impact ambivalent de la concentration de la propriété des firmes au travers de deux mécanismes *a priori* rivaux : les blocs d'actionnaires de contrôle et la surveillance des marchés financiers. Cette dernière fonction des marchés financiers s'appréhende naturellement par le prisme des prises de contrôle, mais également au travers de l'efficience des places financières. En effet, sous la contrainte de maximisation de la valeur boursière des sociétés, concentration du capital et liquidité des titres des sociétés sont intimement liés, ne serait-ce que par un lien purement mécanique entre la dispersion du capital et le volume d'échange potentiel des titres. Pour Amihud et Mendelson [1988], la notion de liquidité est primordiale, toute société supportant *in fine* le risque de liquidité, ce qui se traduit par un accroissement de l'espérance de rendement attendue par les investisseurs et par une ponction sur la valeur de la firme.

L'objet de cette thèse est de contribuer à opérer le lien entre deux domaines d'études généralement distincts, à savoir les champs de la finance d'entreprise et de marché. Nous nous proposons ici de souligner le développement des modèles théoriques sur l'impact conjoint de la concentration du capital, par extension le contrôle des actionnaires importants, et de la liquidité sur la valeur de marché des firmes. L'approche considérée pose ainsi le cadre d'une analyse globale de la gouvernance d'entreprise, que nous testerons sur le plan empirique sur le marché d'Euronext Paris. Pour ce faire, il convient de préciser dans un premier temps le

concept pluriel de liquidité, puis dans un second temps les mécanismes de gouvernement internes à l'entreprise, et notamment la fonction de contrôle des actionnaires importants, préludes de la critique fondatrice de Bhidé [1993] et de ses prolongements théoriques.

Notre travail est organisé en trois parties, la démarche globale étant illustrée par la figure 0.1.

**Figure 0.1 – Présentation schématique générale**



La figure 0.1 met en évidence l'objet principal de notre travail sur la liaison entre mécanismes de gouvernance internes, coût de liquidité et valeur de la firme. Nous étudions les interactions entre ces trois variables et adoptons une analyse individuelle pour les deux premières parties et une analyse globale pour la troisième partie.

La première partie analyse les déterminants de la liquidité seule d'un point de vue théorique, méthodologique puis empirique sur notre échantillon de sociétés cotées sur Euronext Paris. La deuxième partie procède de la même démarche de présentation du cadre théorique de notre étude, de contrôle des facteurs d'influence annexes et de test empirique pour le lien entre les mécanismes de gouvernance internes (structures de propriété et de contrôle, concentration et identité des actionnaires et conseil d'administration) et la valeur de la firme. Nous insistons particulièrement sur une analyse en termes de droits de vote plus représentative du contrôle effectif de la firme, en conservant toutefois l'analyse en terme de capital afin de mettre en avant un éventuel caractère explicatif plus pertinent de la structure des droits de vote relativement à la structure des droits de propriété. Enfin, la troisième partie relève d'une

analyse croisée des mécanismes de gouvernance internes, de la liquidité et de la valeur de la firme, afin de déterminer l'existence d'une structure de gouvernance optimale incitant au contrôle et minimisant le coût de liquidité – par suite le coût du capital – des sociétés, et de la maximisation de la valeur de la firme.

Notre travail présente un intérêt pratique et empirique à plusieurs niveaux.

Pour les sociétés, la compréhension des coûts de transaction implicites qu'elles supportent au final dans la valorisation de leurs titres, ainsi que les relations entre leur structure de contrôle et la liquidité de leurs titres, permet une appréhension plus complète des mécanismes de gouvernement comme sources de création de valeur.

Pour les investisseurs, la mise en exergue de l'influence de la structure de l'actionnariat des sociétés cotées sur leur valeur boursière mais également sur les coûts de transaction induits permet d'apporter un éclairage supplémentaire quant au choix de composition de leurs portefeuilles.

Pour la recherche enfin, puisque l'adoption d'une démarche intégratrice du système de gouvernance ouvre la voie à une approche nouvelle de la compréhension d'événements impactant notamment les structures de propriété et de contrôle des firmes – émissions d'actions nouvelles, franchissement de seuils, rachats d'actions, évolution de la composition du conseil d'administration. De plus, nous nous inscrivons dans une démarche méthodologique plus pertinente du contrôle par la construction d'une base de données de la structure de propriété des sociétés cotées sur la place de Paris à la fois en termes de capital et de droits de vote.

Nous portons toutefois attention aux limites méthodologiques et théoriques de notre étude.

En ce qui concerne l'appréhension du degré de liquidité d'Euronext Paris, notre échantillon porte sur les sociétés les plus liquides puisque appartenant toutes au compartiment continu de la cote. Néanmoins, cela permet d'homogénéiser au mieux, bien qu'imparfaitement, l'échantillon et d'isoler l'incidence des mécanismes de découverte des prix sur la liquidité des titres<sup>2</sup>. De plus, la période d'analyse est réduite à 64 jours de cotation en raison de la taille de la base de données. Il n'en reste pas moins que le comportement des investisseurs est

---

<sup>2</sup> Cette volonté d'isoler l'incidence des mécanismes de découverte des prix pour l'échantillon se retrouve également dans le choix des bornes quotidiennes de l'intervalle de transaction, puisque les périodes de fixing d'ouverture et de clôture sont retirées de l'analyse.

appréhendée sur un échantillon de 151 firmes, totalisant après retraitement 11 906 791 cotations, 4 767 329 transactions pour un volume d'échange représentant 79,25% du volume de transactions transitant par le carnet d'ordres électronique durant la période de continue de cotation. Il en découle toutefois que notre étude porte sur le marché central et non pas sur celui du marché de blocs de titres ou des négociations au dernier cours. Enfin, les modèles de microstructure des marchés financiers ont historiquement été développés pour des marchés dirigés par les prix, avec des hypothèses de construction qui peuvent être problématiques pour un marché gouverné par les ordres tel Euronext Paris.

L'étude de l'influence de la structure de contrôle sur la performance des firmes peut être également sujette à caution. D'une part, nous inscrivons notre analyse dans le cadre de la théorie de l'agence au sens strict du terme, ce qui revient à considérer comme seul critère objectif la maximisation de la valeur actionnariale. D'autre part, le choix délibéré d'étudier la structure de propriété en terme de contrôle plutôt qu'en capital restreint notre échantillon, pour la double raison qu'il n'existe pas à notre connaissance de bases de données sur la répartition des droits de vote des actionnaires principaux des sociétés françaises, et que sa construction a rencontré pour principal obstacle la relative rareté des entreprises publiant cette information dans leur document de référence.

Enfin, l'analyse croisée de la liquidité et des mécanismes de gouvernance internes intègre les remarques précédentes sur les deux analyses individuelles.