

DEUXIÈME PARTIE : L'INFLUENCE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA PERFORMANCE DES SOCIÉTÉS

INTRODUCTION À LA DEUXIÈME PARTIE

La définition des mécanismes de gouvernance englobe de multiples facettes dont l'intérêt certain depuis l'analyse de Berle et Means [1932] des chercheurs nous permet de cerner l'influence des avancées théoriques sur leur conception et l'objectif de définition d'un cadre d'une gouvernance efficace. Le système de gouvernance « [...] *deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.* » pour Shleifer et Vishny [1997], page 737. Cette définition n'est pas neutre car elle sous-tend un cadre théorique contractuel où la valeur de la firme est appréciée à l'aune des intérêts des actionnaires, dans leur relation de principal-agent avec les dirigeants. L'élargissement des parties prenantes au nœud de contrats que représente la firme apporte une vision partenariale au gouvernement des entreprises, qui représente ainsi « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » selon Charreaux [1997]. Bien que non explicite, cette définition ne fait pas référence à l'unique relation contractuelle reliant les dirigeants et les actionnaires et réintègre l'ensemble des partenaires d'affaires de l'entreprise dans l'objet des mécanismes de gouvernance. Elle reste toutefois limitée à une fonction de contrôle stricte de manière à minimiser les pertes d'efficience organisationnelle, sans pour autant déterminer les sources de création de la rente organisationnelle, cette dernière étant considérée exogène aux parties prenantes. L'inscription de théories cognitives usuellement dissociées de l'approche financière pallie ce manque de cohérence théorique en réintégrant non seulement le rôle du dirigeant dans le processus d'innovation créatrice de valeur pour la firme mais également de l'ensemble des acteurs au sein de la firme. « [...] *le rôle principal d'un système de gouvernance [se définit] comme celui d'aligner la capacité à saisir les opportunités de croissance et l'appropriation des gains qui en sont issus. Autrement dit, il faut discipliner (contrôler et inciter) les parties prenantes de façon à ce que le potentiel de création de valeur soit réalisé au mieux.* » (Zingales [2000] in Charreaux [2001], page 38). De même, Huse [2004], page 3, soulignant le biais historique instauré par la théorie de l'agence, préfère pour

définition de la gouvernance d'entreprise : « *The interaction among internal stakeholders, external stakeholders and the board members in directing a firm value creation.* », qui rend compte implicitement de dissensions potentielles entre les actionnaires internes et externes, et le rôle conjoint du conseil d'administration dans le processus de création de valeur.

Enfin, les différents mécanismes de gouvernement ne sont pas indépendants, et leur force de contrition est contingente aux caractéristiques de l'organisation. Ainsi, les influences historique, légale, géographique et institutionnelle modèlent-elles la mise en œuvre et l'efficacité des mécanismes de gouvernement. Par exemple, Boot et Macey [1999] et Boot, Macey et Schmeits [2004] empruntent à la psychologie sociale et aux choix publics pour déterminer une typologie des mécanismes de gouvernement. Les auteurs soulignent l'importance de la dichotomie entre proximité et objectivité, un mode de gouvernance optimal résultant d'un arbitrage entre l'accès à une information de qualité avec la proximité mais une plus grande objectivité avec la distanciation du mécanisme de gouvernance à son objet d'application¹¹¹. De manière concrète, les systèmes de gouvernance objectifs s'apparentent aux mécanismes orientés en direction du marché (modèle anglo-saxon) tandis que les systèmes faisant appel à une plus grande proximité caractérisent les mécanismes institutionnels (modèle de l'Europe continentale). Quant à Pastré [1994], il abonde dans une définition globale des mécanismes de gouvernement comme « *l'ensemble des règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent, dans un cadre historique et géographique donné, la vie des entreprises.* ». Enfin, pour Fligstein et Choo [2005], l'optimalité d'un système de gouvernement est contingente aux évolutions nationales, et doit s'appréhender comme le construit des réglementations légales sur les droits de propriété, l'encadrement des marchés financiers et le droit du travail¹¹².

L'interprétation des mécanismes de gouvernement fait donc ressortir une pluralité de points de vue analytiques différents mais parfois complémentaires, et bien que présentant des variantes dans la forme, la perception commune du système de gouvernance fait ressortir explicitement un objectif de performance de la firme, cette notion étant en revanche équivoque, mais également de manière implicite des enjeux en termes de pouvoir pour le

¹¹¹ « *Effective supervision and monitoring are best performed if the monitor (board or shareholders) is both well informed and objective. [...] However, the necessary objectivity may require sufficient distance between management and monitor, while being well informed is best accomplished by being closed and thus intrusive.* », Boot, Macey et Schmeits [2004], page 4.

¹¹² « *Most systems of governance [...] arose out of struggles over the rights and roles of capitalists and workers in democratic and authoritarian societies. The legal systems that evolved reflect the outcomes of these struggles and have had a profound effect on the national structures of corporate governance. [...] institutional features of property law, financial market regulation, and labor law tend to hang together in various societies.* », Fligstein et Choo [2005], pages 78-80.

contrôle de l'entreprise ou des acteurs. Ce sont ces réflexions en termes théoriques, de performance et de pouvoir, qui vont mener notre exposé.

Ces quelques définitions des systèmes de gouvernance, puisqu'il faut employer le terme pluriel au regard des influences diverses qui façonnent leur structure, nous amènent naturellement dans un premier temps à définir les cadres théoriques de perception de l'organisation dans lesquels ils s'inscrivent afin d'appréhender notamment les concepts comportementaux, de valeur et de performance qui s'y rattachent. Les raisons nous poussant à élargir le champ de notre étude aux théories de l'organisation se retrouvent dans l'assertion de Zingales [2000], page 1624, qui exprime l'interdépendance entre les deux domaines de recherche théorique que sont les organisations et la finance d'entreprise : « *The interaction between the nature of the firm and corporate finance issues has become so intimate that answering the fundamental questions in theory of the firm has become a precondition for any further advancement in corporate finance.* ». Nous nous proposons de consacrer le chapitre 4 à une revue de la littérature sur les théories d'analyse de la firme de manière conjointe avec une synthèse exhaustive des mécanismes de gouvernement, avec pour objectif intermédiaire la définition de notre propre champ d'investigation.

Nous développons plus particulièrement dans le chapitre 5 les mécanismes de gouvernement qui s'inscrivent dans le cadre de notre étude, à savoir la structure de propriété et le conseil d'administration en insistant particulièrement sur le rôle central de la structure des droits de vote dans l'exercice effectif du pouvoir et sur l'influence de la gouvernance d'entreprise sur la performance. Notre travail peut s'analyser comme montrant une affiliation directe avec l'assertion de Jensen et Warner [1988], page 21 : « *Ownership, voting structure, capital structure and managerial discretion interact with internal organizational forces and affect corporate behavior in important ways.* ». L'inscription de l'analyse en termes de contrôle nous incite donc à privilégier le lien entre la structure des droits de vote et la structure du capital, apportant une meilleure compréhension de la notion de pouvoir au sein de l'entreprise.

Le chapitre 6 se consacre à l'étude empirique des hypothèses théoriques que nous évoquons au fur et à mesure de notre réflexion sur le sujet et à leur confrontation avec la réalité sur le marché Euronext Paris. L'objectif final de cette deuxième partie est d'apprécier l'influence de la structure de gouvernance sur la performance des entreprises et procède d'une étude quantitative.

CHAPITRE 4 – LE CADRE THÉORIQUE D’ANALYSE DE LA FIRME ET SES LIENS IRRÉDUCTIBLES AVEC L’APPRÉHENSION DES MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT

« Three paradigms, adverse selection, moral hazard, and incomplete contracting, have been used to analyze how workers, managers, directors or investors respond to various incentives. », Tirole [1994], page 1.

INTRODUCTION AU CHAPITRE 4

Le chapitre 4 présente les paradigmes alternatifs dans la lignée du renouveau du programme de recherche néoclassique sur la représentation des organisations. Aux fondements de l’analyse microéconomique néoclassique de la firme comme boîte noire succèdent deux courants d’analyse principaux tentant d’appréhender les frontières de la firme comme un système construit complexe où interviennent une multitude d’acteurs aux intérêts divergents.

La section 1 met en perspective le courant qualifié d’orthodoxe reposant sur une vision contractuelle de la firme et les principes d’asymétrie informationnelle et de survie des organisations capables de minimiser les sources d’inefficiences, par opposition aux théories socio-stratégiques réintégrant les acteurs dans la création de la rente organisationnelle et proposant une vision dynamique de la performance.

La présentation de ce corpus théorique, de ses implications en termes de mécanismes de gouvernement et des notions de performance affiliées nous permet de définir le cadre de notre analyse dans la section 2.

La section 3 clôt ce chapitre historique par une recension des déterminants usuels de la performance des sociétés, intromission essentielle à l’étude de l’influence des mécanismes de gouvernance sur la valeur de la firme traitée dans le chapitre suivant.

SECTION 1 – LA PRÉGNANCE DES THÉORIES CONTRACTUELLES

Les théories contractuelles représentent la firme comme un système complexe en équilibre statique, nœud contractant entre un ensemble d’individus aux objectifs divergents et qui recherchent la maximisation de leur propre fonction d’utilité. Les formes organisationnelles sont supposées en concurrence et le critère de survie réside dans la

minimisation de leur coût de fonctionnement, par suite des coûts liés à ces contrats (Charreaux et Pitol-Belin [1985]). Selon le cadre d'analyse considéré, ces coûts peuvent représenter des coûts d'agence, de transaction ou encore la sous-évaluation de droits de propriété (Charreaux [2000]). L'objectif du système de gouvernance, selon la perspective contractuelle, est alors la réduction de ces pertes de valeur. Charreaux [2000] considère deux principaux courants : le courant contractuel privilégiant la dimension de réduction des conflits, et le courant cognitif et stratégique, analysant la dimension dynamique de la création de valeur et les conditions de sa création.

Dans un premier temps nous présentons les théories managériales faisant état du non alignement des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, à l'origine du champ d'analyse des théories contractuelles. Dans un deuxième temps, nous évoquons la construction prédominante des théories contractuelles sur la modélisation des conflits d'intérêts entre les parties prenantes au contrat, annonçant en troisième partie un changement radical de paradigme avec les théories cognitives.

1. LES THÉORIES MANAGÉRIALES DE LA FIRME : DE L'IMPORTANCE DU POUVOIR DISCRÉTIONNAIRE DES DIRIGEANTS

Il est acquis depuis l'analyse de Berle et Means [1932], de par le pouvoir discrétionnaire alloué par la séparation des fonctions de propriété et de décision, que les dirigeants poursuivent d'autres objectifs que ceux qui leur sont fixés de manière statutaire : la maximisation de la richesse des actionnaires telle que postulée par le courant néoclassique.¹¹³

La conception managériale de la firme traduit la reconnaissance de cette séparation en déterminant différentes fonctions d'utilité des dirigeants dont la source commune majoritaire apparaît souvent être corrélée à la taille de la firme. Ainsi, les dirigeants recherchent, en fonction des caractéristiques¹¹⁴ qui leur sont attribuées, rémunération, pouvoir, statut, prestige et excellence professionnelle¹¹⁵ (Gordon [1961], Williamson [1963], Monsen et Downs

¹¹³ Rappelons que pour la théorie néoclassique de la firme, les fonctions d'utilité du propriétaire et du dirigeant coïncident puisque l'entrepreneur est la même personne, défini à la fois comme *risk bearer* et *risk taker*, i.e. supportant et prenant le risque (Holl [1975]).

¹¹⁴ En fonction de leurs préférences individuelles. Yarrow [1973] supporte toutefois l'argument selon lequel le degré d'aversion au risque des dirigeants les pousse également à adopter un comportement proche de maximisation du profit.

¹¹⁵ Selon Furubotn et Pejovich [1972], Mayer [1960] supporte l'argument selon lequel la fonction objectif du dirigeant intègre indirectement le contrôle du maximum de personnel et d'actifs, sa rémunération dépendant de

[1965]), sécurité (Katona [1951], Marris [1963]), croissance (Downie [1958], Marris [1963], Sargant [1961]¹¹⁶, Williamson [1966], Atkinson [1972]), volume des ventes (Baumol [1958], Williamson [1966], Atkinson et Waverman [1973]¹¹⁷), certains critères pouvant être antinomiques¹¹⁸.

Monsen et Downs [1965] atténuent toutefois l'objectif de maximisation du profit des actionnaires dans la mesure où ces derniers préfèrent des dividendes réguliers ainsi qu'une appréciation graduelle de la valeur de marché de leurs titres plutôt qu'une espérance de revenu et des fluctuations du prix de leurs actifs importantes. De plus, ne pouvant apprécier la performance des dirigeants qu'*ex post* relativement à une comparaison générale d'entreprises similaires, et de par le coût de transaction associé au retrait d'une firme peu performante, les actionnaires ne sont plus maximisateurs mais '*satisficers*', *i.e.* des maximisateurs dans l'intention mais non dans la capacité de l'être¹¹⁹.

L'apport du corpus des théories managériales de la firme réside en la prise en compte de contraintes internes – la réaction des actionnaires sous forme de coalition – ou externes – prises de contrôle, faillite de la firme, comme mécanismes incitatifs pour les dirigeants à se conformer à la fonction de maximisation de la richesse des actionnaires¹²⁰, ou tout du moins à une contrainte de profit minimum (Marris [1963]).

La critique principale faite aux théories managériales est leur champ d'analyse : l'étude des firmes représentatives d'un type particulier, la société par actions de grande taille,

la taille des ressources affectées par ses décisions – l'effet de l'échelle d'opération : « *the greater a man's scale of operation, the greater is his gross output ; hence, the greater is the dollar value of his superior ability.* » ; de même, le personnel contribue aussi bien aux aspirations de pouvoir et de prestige que de reconnaissance professionnelle des dirigeants (Williamson [1963]). Ainsi, Kostiuk [1990] met en évidence, après avoir contrôlé les caractéristiques de la firme, du secteur et individuelles, une relation stable dans le temps entre la taille – relative plutôt qu'absolue – de la firme et la rémunération des dirigeants.

¹¹⁶ Pour Sargant [1961], l'objectif de croissance des dirigeants conduit à la rétention des profits pour financer cette croissance, les firmes contrôlées ayant un taux de distribution plus élevé dans le but d'accroître le prix de leurs titres.

¹¹⁷ Le comportement de maximisation du volume des ventes est soumis toutefois à une contrainte de profit minimum permettant l'autofinancement de la croissance de la firme ou de rendre suffisamment attractif un financement externe, autrement dit permettant de financer le maximum de ventes à long terme (Baumol [1958] et Atkinson et Waverman [1973]).

¹¹⁸ Par exemple, les *desiredata* de croissance et de sécurité se concurrencent dans la mesure où le dirigeant s'exerce à une certaine prudence financière pour diminuer les probabilités de faillite ou de prise de contrôle, conduisant à des restrictions en terme de levier financier et au maintien d'un niveau important de liquidité, deux mesures restreignant la croissance de la firme (Marris [1963]).

¹¹⁹ Monsen et Downs [1965] pensent également que l'existence d'une asymétrie entre échec et succès pour les dirigeants des firmes managériales diminue leur incitation à la maximisation du profit. Suivant leur raisonnement, en dehors de tout mécanisme de rémunération variable – *stock options* entre autres – la réussite d'un dirigeant n'est généralement pas associée à une rémunération excessive tandis que l'échec est souvent accompagné du remplacement de l'équipe dirigeante – que ce soit à l'initiative des actionnaires ou de par une prise de contrôle. Il s'ensuit des différences entre les distributions du taux de profit des firmes contrôlées et des firmes managériales, la variance du taux de profit de ces dernières étant supposée plus faible.

¹²⁰ Yarrow [1973], [1976] remet en cause l'utilisation de contraintes *ad hoc* et la forte sensibilité des modèles managériaux et de leurs implications à ces dernières.

à l'actionnariat dilué impliquant une séparation entre les fonctions de décision et de propriété¹²¹. La vision de l'entreprise moderne au sens de Berle et Means [1932], *i.e.* gérée par des dirigeants professionnels non responsables devant les actionnaires, ne trouverait pas nécessairement d'écho empiriquement.¹²²

Les théories managériales constituent les prémisses des théories contractuelles qui définissent le cadre conceptuel de l'organisation, appréhendent les frontières de la firme et signifient la gestion des relations entre ses parties prenantes.

2. LES THÉORIES CONTRACTUELLES DE LA FIRME : DE L'IMPORTANCE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE

Les théories contractuelles de la firme s'articulent autour des contrats explicites (ou implicites) définis comme les contrats usuels associés à une relation obligeant une ou plusieurs parties¹²³. Cependant, l'incertitude liée à la conclusion des contrats pose le problème de leur incomplétude. Un contrat est dit incomplet lorsqu'il n'est pas possible de déterminer de manière contingente l'ensemble des événements pouvant affecter le respect des engagements contractuels, en raison de la rationalité limitée des agents, dans l'incapacité de prévoir l'ensemble des états futurs du monde. Les théories contractuelles de la firme appréhendent l'organisation par opposition et comme forme d'organisation alternative au marché, et posent, en sus de l'incomplétude des contrats, pour hypothèses principales l'asymétrie informationnelle entre les agents et le principe de sélection naturelle. Les organisations qui survivent sont celles qui minimisent les coûts transactionnels. Pour Tirole [1994], trois paradigmes forment le socle des théories contractuelles analysant le comportement des dirigeants, des salariés et des investisseurs en réponse à des mécanismes incitatifs : la sélection adverse, l'*alea moral* et l'incomplétude des contrats.

¹²¹ Radice [1971] ne parvient pas à conclure à un comportement plus marqué de maximisation du profit des firmes contrôlées. De même, l'analyse de Holl [1975] suggère que la séparation entre propriété et contrôle n'induit pas d'implications comportementales différentes. En revanche, l'étude de Cubbin et Leech [1986] montre que les dirigeants peuvent avoir un comportement maximisateur de richesse comme de croissance, voire une combinaison des deux.

¹²² L'étude de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer [1999] sur la période 1995 portant sur les 20 plus importantes sociétés de 27 pays dénommés à économie riche montre qu'en dehors des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne, et du Japon, la firme au capital dilué au sens de Berle et Means [1932] ne représente pas le modèle dominant de structure de propriété (seulement 24% et 36% des firmes de l'échantillon en utilisant comme critères de firmes contrôlées respectivement 10% et 20% de capital de contrôle).

¹²³ Le contrat est une convention par laquelle une ou plusieurs personnes s'obligent envers une ou plusieurs autres à donner ou à ne pas faire ou à faire quelque chose. Article 1101 du Code Civil.

LA THÉORIE DES COÛTS DE TRANSACTION

Les travaux fondateurs de Coase [1937] poursuivis par Williamson [1985], [1988] définissent les bases d'une conception transactionnelle de l'entreprise, la transaction étant l'unité d'analyse. L'objet de tout mécanisme de gouvernance réside alors dans la minimisation des coûts de transactions explicites et implicites de manière à faire perdurer les relations contractuelles conclues avec les partenaires de la firme.

A. LA MINIMISATION DU COÛT DES CONTRATS EXPLICITES

Williamson [1988] donne une définition des contrats en fonction du degré d'une part de spécificité¹²⁴ des actifs mis en place pour l'instauration de la relation, d'autre part de récurrence de la relation (tableau 2.1). La spécificité d'un actif est caractérisée par sa faible capacité de redéploiement à moindre coût. Autrement dit, un actif est d'autant plus spécifique qu'il perd de la valeur s'il est utilisé dans un autre contexte que celui de la relation contractuelle définie antérieurement. L'harmonisation proposée des structures de gouvernance ne considère que deux des trois dimensions qui décrivent les transactions : la spécificité des actifs et la fréquence. On suppose que la troisième dimension, l'incertitude, est présente à un degré suffisant pour poser un problème de décision adaptative et séquentielle. L'opportunité de faire des adaptations successives apparaît à cause de l'impossibilité (ou du coût excessif) d'énumérer toutes les contingences possibles ou de stipuler à l'avance les adaptations appropriées.

¹²⁴ Quatre formes de spécificité sont mises en avant : les spécificités de site, de l'actif physique, du capital humain et des actifs dédiés pour la transaction (Williamson [1994]).

Tableau 2. 1 – Mécanismes de gouvernance efficaces – Grille de Williamson [1988], page 106

		Caractéristiques de l'environnement		
		<i>Non spécifique</i>	<i>Mixte</i>	<i>Idiosyncrasique</i>
Fréquence	Occasionnelle	Gouvernance du marché (contractualisation classique)	Gouvernance trilatérale (contractualisation néoclassique)	Gouvernance unifiée
	Récurrente		Gouvernance bilatérale	

Pour Williamson [1988], la rationalité limitée des agents et leur opportunisme supposent qu'ils peuvent modifier leur comportement postérieurement à la signature du contrat et ce d'autant plus que l'incomplétude des contrats rend impossible la prévision à la fois de toutes les éventualités possibles et des sanctions associées. Ces comportements opportunistes peuvent entraîner de perpétuels ajustements *ex post* (la transformation fondamentale) afin de rendre la relation viable à long terme. De plus, ces comportements sont d'autant plus probables que le degré de spécificité des actifs est élevé puisque la rupture du contrat engendrerait des coûts prohibitifs. L'auteur met en avant les coûts de transaction inhérents à toute relation. Il distingue les coûts directs et indirects qui caractérisent la relation proprement dite des coûts de gouvernance, qui sont les coûts engendrés pour adapter la relation contractuelle aux nouvelles circonstances. La théorie des coûts de transaction se focalise donc sur les coûts *ex post* à la conclusion du contrat et incluent (1) les coûts d'inadaptation du contrat et de la transaction, (2) les coûts de marchandage liés à la renégociation des parties pour corriger l'inadaptation, et (3) les coûts de mise en place et de fonctionnement associés au système de gouvernance en charge du règlement des conflits. L'auteur envisage toutefois des coûts *ex ante* puisqu'il intègre des coûts de dédouanement pour assurer la crédibilité des engagements des agents, mais les coûts principaux résident dans les coûts d'inadaptation, corollaires naturels de l'incomplétude des contrats et de l'*alea moral*.

La bonne structure de gouvernance est donc celle qui permet de minimiser le coût de ces réajustements.

On peut citer comme prolongement de l'analyse transactionnelle de Williamson les travaux de Frierman et Viswanath [1989] qui fondent leur raisonnement non plus sur le degré de spécificité des actifs mais sur leur degré de flexibilité ou de remédiabilité, c'est à dire leur capacité à être utilisés pour un autre usage que celui auquel ils étaient destinés initialement. De même, Fama [1990] élargit le nœud contractuel à l'ensemble des contrats conclus au sein de l'organisation. D'autres prolongements intègrent dans l'analyse des coûts implicites, élargissant ainsi l'éventail de la structure de coûts.

B. LA MINIMISATION DU COÛT DES CONTRATS IMPLICITES

Les contrats implicites se définissent toujours par rapport à des contrats explicites principaux. Leur conclusion ne peut engendrer de coûts importants, ce qui implique qu'ils soient fragiles et peuvent ne pas être respectés sans que les firmes puissent faire l'objet systématique d'une procédure de liquidation judiciaire. Enfin, ces contrats ont toutefois une valeur puisque leur non-respect entraîne une diminution de la valeur des firmes. Un contrat implicite type serait, par exemple, le respect de délais de livraison, d'un certain niveau de qualité ou encore de fournir un service après-vente tout au long de la durée de vie du produit. La finalité de minimisation des coûts transactionnels intègre ainsi la garantie pour une société d'honorer les contrats implicites qu'elle aliène à ses contrats principaux (Cornell et Shapiro [1987]). Le point clé de la relation est un phénomène de l'ordre de la réputation. Maksimovic et Titman [1991] étudient un cas particulier du modèle de Cornell et Shapiro, à savoir la réputation de la firme au centre de son engagement de fournir des produits de qualité. Ils s'intéressent à la possibilité pour les firmes de diminuer la qualité des produits vendus sans que les consommateurs s'aperçoivent immédiatement du préjudice. Sous certaines conditions (faible valeur de revente des actifs en cas de faillite, endettement élevé ou dividendes importants) ils montrent que les consommateurs sont réticents à acheter les produits d'une firme, craignant qu'elle ne puisse honorer son contrat implicite de qualité élevée ; ils anticipent des difficultés financières pour la firme qui seront sources de réduction des coûts et incidemment de la qualité des produits.

LA THÉORIE DES DROITS DE PROPRIÉTÉ

Si l'on suit la synthèse de Furubotn et Pejovich [1972] sur les théories des droits de propriété¹²⁵, l'unité d'analyse devient l'individu supposé se comporter en maximisateur d'utilité sous contrainte de limites imposées par la structure organisationnelle existante. Les théories des droits de propriété fondent la valeur des biens sur l'ensemble des droits de propriété exclusifs et transférables afférents. Le droit de propriété est ainsi défini comme le droit d'utilisation d'un actif, d'en changer la forme et la substance et d'en transférer les droits dans leur globalité – vente – ou partiellement – rente. L'approche théorique des droits de propriété appréhende des problèmes d'optimisation – en présence de coûts de transaction¹²⁶ – des fonctions d'utilité individuelles, les agents répondant à leur environnement économique par des ajustements motivés par leurs intérêts individuels¹²⁷. Les théories des droits de propriété offrent ainsi un cadre d'analyse large des organisations, prenant en compte différents schémas de droits de propriété¹²⁸.

Pour Demsetz [1967], la fonction première des droits de propriété est de constituer un schéma incitatif à une plus grande internalisation des externalités économiques. De plus, la structure de propriété elle-même crée-t-elle des externalités dans la mesure où les actionnaires ne peuvent participer à toutes les prises de décision de la firme, et ce d'autant plus que l'actionnariat est dilué. Une répartition des droits de propriété en faveur des dirigeants permet de surmonter ces coûts élevés de négociation, les dirigeants devenant *de facto* des propriétaires : la propriété effective, *i.e.* le contrôle effectif leur est délégué, les actionnaires ne possédant en définitive que le capital. Il s'agit d'un démembrement du droit de propriété, droits de contrôle et droits de vente étant séparés.

Pour Alchian et Demsetz [1972], les droits de propriété sont un mécanisme d'application de punitions-récompenses liées à la productivité d'une organisation

¹²⁵ On peut regrouper différentes théories des droits de propriété sous l'égide d'un corpus présentant des caractéristiques communes : un développement microéconomique des choix d'individus au comportement maximisateur d'intérêts propres sous contraintes inhérentes aux limites des systèmes organisationnels dans lesquels ils se situent, la logique de marché permettant de réguler les problèmes résultant de l'atténuation des droits de propriété (Furubotn et Pejovich [1972]).

¹²⁶ En l'absence de coûts de transaction, la répartition des droits de propriété est indifférente (Coase [1960]).

¹²⁷ De plus, du fait de la nécessité de l'application de ces droits, les théories des droits de propriété ne peuvent se détacher de l'exigence de prise en compte d'un état de droit (Furubotn et Pejovich [1972]). « *An owner expects the community to prevent others from interfering with his actions, provided that these actions are not prohibited in the specifications of his rights.* », Demsetz [1967].

¹²⁸ Demsetz [1967] définit par exemple différentes formes de gouvernance des droits de propriété : communale, privée ou étatique, ou encore l'analyse de l'atténuation des droits de propriété au sein de différents types de firmes – à but lucratif ou non, socialiste, capitaliste, partenariale ou encore syndicale (Alchian et Demsetz [1972]).

économique. De par l'existence de coûts de surveillance privés inférieurs au coût social, tout individu appartenant à une équipe de production, *i.e.* à une organisation économique, est incité – en respect de sa fonction d'utilité comprenant à la fois des variables pécuniaires mais également non pécuniaires – au comportement de 'tire-au-flanc' contraire à l'objectif de performance de la firme. La solution à ce problème réside dans la spécialisation d'un individu dans l'activité de surveillance¹²⁹ sous conditions que ce dernier soit créancier résiduel, puisse observer le comportement des autres agents, soit partie centrale à la relation contractuelle, puisse altérer la composition de l'organisation et enfin puisse vendre ces droits. L'avantage de ce mode de résolution est qu'il ne requiert aucun contrôle autoritaire mais simplement une structure contractuelle sujette à renégociation continue avec l'agent central possédant les droits de propriété.

La firme moderne se caractérise par une atténuation des droits de propriété, les actionnaires ayant une capacité réduite à réviser ou terminer leurs relations contractuelles, notamment avec les dirigeants. Cela se traduit par une diminution du pouvoir de contrôle des actionnaires sur les décisions des agents, du fait non pas de contraintes légales mais du coût de détection du comportement des dirigeants ainsi que des coûts d'incitation à faire converger les intérêts de ces derniers avec l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Or, plus l'actionnariat est dilué, plus ces coûts de surveillance sont élevés, donc plus les dirigeants peuvent facilement poursuivre d'autres buts de maximisation de la richesse (Furubotn et Pejovitch [1972]). Pour Marris [1964], la réduction de richesse supportée par les actionnaires est déterminée par les coûts requis pour inciter les dirigeants au critère de maximisation du profit, ces derniers ayant alors toute latitude de transfert de richesse des actionnaires à leur profit dans la limite des coûts de surveillance.

Grossman et Hart [1986] montrent de manière théorique que la structure de propriété influence de manières à la fois positive et négative la performance de la firme. La concentration des droits de propriété est efficiente *ex post* en termes d'augmentation du surplus et *ex ante* en termes d'incitations à investir en actifs spécifiques dans une relation contractuelle pour le propriétaire des droits de propriété, mais inefficente pour l'individu dénué de ces droits puisqu'au contraire il est désincité à investir dans la relation *ex ante*, ce qui impacte négativement le surplus *ex post*. La solution optimale en termes de droits de propriété réside dans l'arbitrage entre les gains et les coûts des droits de propriété en termes

¹²⁹ L'activité de surveillance se définit comme la mesure de la performance, le paiement de récompenses, la coordination et la direction des individus et l'autorité de terminer ou de réviser les relations contractuelles en les différentes parties (Alchian et Demsetz [1972]).

d'incitations – contrôle et productivité, par suite entre les gains et les coûts relatifs de l'investissement des agents.

Hart et Moore [1990] prolongent l'analyse de Grossman et Hart [1986] en analysant les interactions et incitations d'individus multiples possédant ou non des droits résiduels sur des actifs multiples. Ils montrent qu'il peut même être désirable de ne pas octroyer de droits de propriétés dans le cas de surinvestissement des protagonistes, afin de réduire l'incitation à investir et de se rapprocher du niveau d'investissement d'efficience.

LA THÉORIE DE L'AGENCE

La perspective adoptée par la théorie positive de l'agence est l'instauration d'un système de gouvernance permettant d'aligner les intérêts des dirigeants avec les actionnaires. Elle repose sur l'analyse de la relation d'agence et s'intéresse aux conflits d'intérêt immanents aux relations contractuelles liant les différentes catégories d'agents au sein de l'entreprise. Jensen et Meckling [1976], page 308 énoncent le cadre de la relation d'agence qui se définit comme « [...] *a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* », par exemple le contrat de mandat conclu entre les actionnaires et le dirigeant d'une entreprise. La théorie de l'agence relâche l'hypothèse de convergence des intérêts des partenaires de la firme et constitue en ce sens un prolongement des théories managériales. Les principaux antagonismes sont de deux types : entre actionnaires et dirigeants d'une part, entre actionnaires et créanciers d'autre part. Chaque groupe d'agent agit rationnellement dans son propre intérêt et donc au détriment de celui des autres groupes. De ces divergences d'intérêt vont naître des coûts afférents à leur résolution (coûts de surveillance ou de dédouanement), ou encore liés à la simple existence des conflits (coûts résiduels)¹³⁰. Contrairement aux coûts de transaction, la théorie de l'agence a pour objet d'étude des coûts *ex ante* puisqu'elle s'intéresse aux mécanismes incitatifs d'alignement des intérêts des parties prenantes. Mais pour Charreaux [1999] cette dichotomie entre les deux corpus n'a pas lieu d'être, la théorie positive de l'agence incorporant des coûts *ex post* dans l'activité de contrôle du principal notamment. Corroborant l'analyse de Williamson [1988],

¹³⁰ Il existe trois types de coûts d'agence (Jensen et Meckling [1976]) : (1) les coûts de surveillance supportés par le principal pour inciter l'agent à agir conformément à son intérêt, (2) les coûts de dédouanement supportés par le mandant pour assurer le principal de sa bonne conduite, et (3) les coûts résiduels qui représentent la perte inhérente à la relation d'agence car elle constitue un optimum de second rang.

Charreaux [1997], page 441 considère les deux théories complémentaires, la théorie positive de l'agence pouvant s'inscrire au sein du corpus de la théorie des coûts de transaction, dans l'objectif de « *minimiser les coûts de transaction, dont les coûts d'agence constituent des éléments particuliers.* ».

Bien que fondée sur les droits de propriété et la relation d'agence empruntée à l'approche principal-agent, «[...] *la théorie positive de l'agence se veut une théorie de la coordination et du contrôle appliquée à la gestion des organisation et centrée sur les dirigeants. Elle s'applique, en particulier, à l'architecture organisationnelle [...] et à la gouvernance des entreprises.* », (Charreaux [2004], page 1). La théorie positive de l'agence se différencie de la théorie normative au sens où la première s'attache à analyser les mécanismes organisationnels à l'aune du principe d'efficacité que constitue la survie des organisations tandis que la seconde essaie de déterminer une solution optimale d'allocation du risque entre les agents sur la base d'hypothèses restrictives sur la nature des individus.

La connaissance est au centre de la théorie de l'agence et son allocation efficiente est la source des problèmes d'agence. En effet, l'objectif organisationnel consiste à co-localiser les droits décisionnels et la connaissance afin que les agents les plus efficaces quant à son utilisation puisse avoir les droits de contrôle nécessaires à une prise de décision efficiente. Cette co-location renvoie aux concepts de centralisation lorsque la connaissance est transférée aux agents détenteurs des droits décisionnels et de décentralisation lorsque les droits décisionnels sont transférés aux agents possesseurs de connaissance. Toutefois, en vertu de l'importance de la connaissance spécifique, la centralisation est généralement inefficente. Quant au choix usuel de décentralisation, il est source de problèmes d'agence, le système de gouvernance étant instauré pour pallier les besoins d'évaluation et d'incitation à la performance et pour réduire les coûts d'inefficience en alignant les intérêts des protagonistes. La théorie de l'agence repose fortement sur l'efficience des marchés financiers puisque la pertinence du critère de la valeur actionnariale dépend de celle des prix de marché. Jensen [2004] introduit toutefois les imperfections de marché en enrichissant les coûts d'agence de la possibilité de surévaluation des marchés financiers, diminuant leur pouvoir disciplinaire.

3. L'ALTERNATIVE DES APPROCHES COGNITIVES DE LA FIRME

Nous développons trois voies de recherche distinctes parmi les approches complémentaires ou les prolongements des théories contractuelles, à savoir (1) la théorie de l'agence élargie, (2) la théorie de l'intendance et (3) les théories cognitives.

LA VALEUR PARTENARIALE : PROLONGEMENT NATUREL DE LA THÉORIE POSITIVE DE L'AGENCE

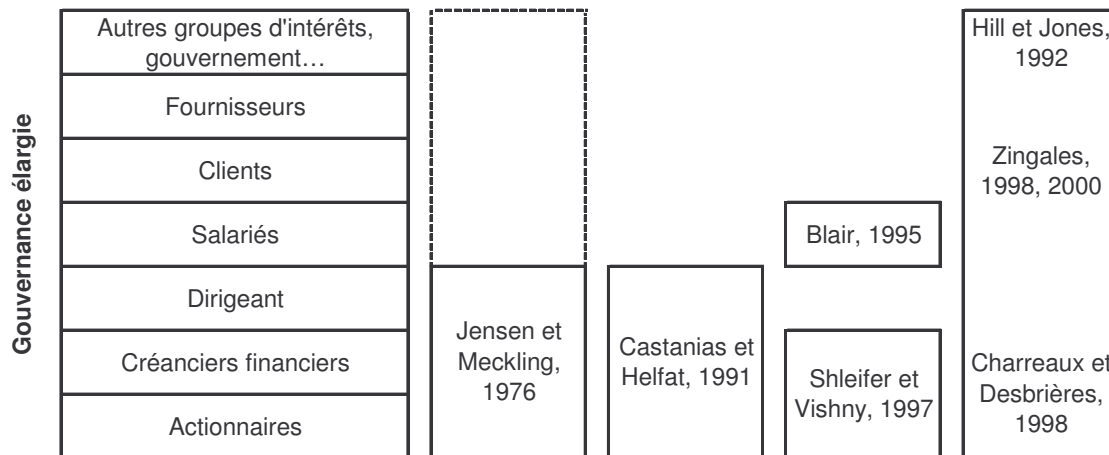
« En termes de spoliation, les actionnaires sont loin d'être les seules victimes. », Chatelin et Trébucq [2003], page 2.

L'idée sous-jacente à la recherche de nouvelles fondations¹³¹ pour la gouvernance d'entreprise est l'appréhension de l'entreprise comme un nœud de contrats régissant la coopération de différents partenaires aux intérêts individuels divergents. L'entreprise est alors *« considérée comme un ensemble de contrats, et de mécanismes de gouvernance permettant la sauvegarde des intérêts de chacune des parties prenantes, de les aligner et d'atténuer leur perte d'utilité collective. »*, (Chatelin et Trébucq [2003], page 12).

L'intégration du concept de valeur partenariale s'inscrit alors dans le prolongement de la théorie positive de l'agence, en élargissant la relation d'agence traditionnelle entre les dirigeants et les apporteurs de capitaux à l'ensemble des relations contractuelles au sein de l'entreprise. Le tableau suivant recense l'évolution de l'objet d'étude de quelques auteurs :

¹³¹ Le terme fait référence à Zingales [2000]. Le lecteur pourra également se référer avec profit à la critique de Charreaux [2001], sur la portée limitée de Zingales [2000] d'affranchissement du cadre conceptuel de l'agence.

Figure 2. 1 – L'évolution du concept de gouvernance élargie, d'après Chatelin et Trébuch [2003], page 22



Cette définition de gouvernance élargie renvoie aux développements de la théorie de l'agence en direction des champs de la sociologie, de la psychologie et des comportements humain et organisationnel. Le concept de gouvernance élargie présente toutefois une double limite. L'appréciation de l'objectif d'alignement des intérêts d'un système de gouvernance optimal pose le problème non seulement de l'identification exhaustive des parties prenantes à l'organisation mais également de leurs interactions. Quant à la mesure de la maximisation de la valeur de l'entreprise, elle est d'autant plus complexe que l'on intègre des dimensions non purement économiques (accomplissement des salariés ou qualité d'un produit/service pour les consommateurs) auxquelles s'ajoute une part de subjectivité dans le partage de la création de valeur entre parties prenantes hétérogènes, pouvant posséder des intérêts contradictoires. Jensen [2000] préfère alors la notion de '*value seeking*' au critère de maximisation de la valeur, notion au cœur même des approches cognitives réinsérant le rôle du dirigeant dans la recherche et la création de valeur organisationnelle.

Cette complexification de l'étude des mécanismes de gouvernance est accentuée par le rattachement de la théorie positive de l'agence aux théories cognitives pour Charreaux [2004], en raison du rôle central qu'elle attribue à la connaissance spécifique et à l'évolution des modèles de rationalité des agents, proposant une alternative complémentaire aux théories contractuelles orthodoxes.

LA THÉORIE DE L'INTENDANCE : L'AVÈNEMENT DU DIRIGEANT HUMANISTE

Les théories contractuelles de la firme traitent principalement de la réduction des coûts liés au comportement opportuniste des dirigeants, accordant une moindre importance à la création de valeur. La théorie de l'intendance s'intéresse au contraire au développement d'une gouvernance d'entreprise sous l'hypothèse de comportement 'altruiste' des agents. Elle considère les dirigeants comme devant être de 'bons intendants' de la société, faisant office d'experts et de conseillers, et jouant un rôle actif dans la formation de la stratégie et ses phases d'implémentation¹³². Les principaux représentants de ce courant de pensée, Davis, Schoorman et Donaldson [1997], fondent la théorie de l'intendance sur des bases psychologique et sociologique. Ils opposent cette dernière à la théorie de l'agence au sens étroit de la relation principal (actionnaires) – agent (dirigeant) sur le plan de la gouvernance, considérant que « *les coûts d'agence ne constituent pas les seuls facteurs susceptibles d'expliquer l'impossibilité d'atteindre une performance supérieure. Il serait certainement judicieux d'intégrer à l'analyse d'autres éléments comme l'habileté des individus, leur niveau de connaissances, leurs effets d'apprentissage ainsi que leur degré d'information.* » (Trebucq [2003], page 7). Les principales différences entre les deux théories sont synthétisées dans le tableau suivant :

¹³² Armstrong [1997] extrait de l'Ancien Testament les références judéo-chrétiennes à l'intendance, avec l'histoire de Joseph qui dessine les principes généraux de la théorie : « *Joseph, [...] vendu comme esclave par ses frères, [devint] l'intendant florissant et respecté de Potiphar avant de devenir l'intendant de Pharaon [...]. L'histoire de Joseph est très riche en enseignements sur l'intendance. Premièrement, les intendants sont des serviteurs, pas des maîtres. Ils gèrent les biens et les affaires de leur maître sans en être les propriétaires. [...] Les atouts les plus importants de Joseph étaient son intelligence, son discernement, son intégrité, sa compassion et sa clairvoyance. [...] L'autre atout important de Joseph était sa capacité de prévoir les tendances futures et d'élaborer des plans généraux. [...] Grâce à ses conseils et à son expertise, l'Égypte est demeurée florissante pendant que les nations avoisinantes étaient aux prises avec de graves difficultés économiques. [Enfin] Joseph était déterminé à apprendre tout ce qu'il pourrait tirer de ses expériences [et] s'est pleinement réalisé.* », pages 21-22. Les principes évoqués sont directs pour la théorie de l'intendance : la gestion au nom des propriétaires sans recherche de pouvoir personnel, avec un horizon long terme, des capacités d'expertise et de conseil, un accomplissement de soi via l'apprentissage, et implicitement la latitude décisionnelle octroyée par les propriétaires à l'intendant (celle-ci se reflète de manière plus explicite par l'assertion de Pharaon à Joseph : « *C'est toi qui seras mon maître du palais et tout mon peuple se conformera à tes ordres, je ne te dépasserai que par le trône.* (Genèse 41.38-40) », Armstrong [1997] page 22).

Tableau 2. 2 – Comparatif synthétique entre les théories de l'agence et de l'intendance – Adaptation de Davis, Schoorman et Donaldson [1997]

	Théorie de l'agence	Théorie de l'intendance
Individu	Homo economicus	Besoins de réalisation
Comportement	Individualisme - Opportunisme	Intérêt général (et de l'organisation) - Coopération - Altruisme
Motivation	Extrinsèque - Economique - Sécurité de l'emploi	Intrinsèque - Apprentissage - Réussite - Epanouissement
Engagement	Distanciation avec l'organisation	Adhésion au projet organisationnel collectif
Mécanismes de gouvernance	Pouvoir institutionnel - Coercition/Récompense	Pouvoir personnel - Respect Compétence/Savoir
Lien entre opérationnalité et contrôle	Séparation entre les organes de décision et de gestion	Processus décisionnels et opérationnels joints
Objectif	Contrôle des performances	Autonomie - Faciliter, inciter à l'innovation
Horizon de performance	Court terme	Long terme
Philosophie de gestion / environnement	Surveillance / Environnement stable	Participative - Autocontrôle - Globale / Environnement instable

La théorie de l'intendance postule l'objectif de maximisation du bien-être social par le service plutôt que par le contrôle des partenaires de la firme (Armstrong [1997]). Autrement dit, le dirigeant 'intendant' est responsable de la coordination des moyens matériels et humains avec une prépondérance donnée aux comportements favorisant l'organisation, la coopération plutôt que l'individualisme et la défection. Les théories de l'agence et de l'intendance partagent toutefois une analyse centrée sur les comportements d'acteurs précis, les dirigeants et les actionnaires (Trebucq [2003]). La différence primordiale entre les deux théories réside dans la conception philosophique de l'Homme, égoïste pour la théorie de l'agence, humaniste pour la théorie de l'intendance. L'intendance présuppose ainsi une plus grande efficacité de gestion que l'agence dans la mesure où l'intendant se réalise pleinement dans l'accomplissement du développement et de l'amélioration de l'organisation, ses intérêts étant de fait alignés avec l'ensemble des parties prenantes de la firme. Ce postulat une fois établi, le système de gouvernance se doit non plus de contrôler ou de surveiller le comportement du dirigeant mais de lui laisser toute latitude en facilitant son autonomie, son pouvoir et sa capacité d'innovation, tout contrôle étant même improductif car imposant des

obstacles à la motivation. La théorie de l'intendance trouve donc ses fondements sur l'apprentissage et l'épanouissement des dirigeants au sein de la firme.

De plus, Davis, Schoorman et Donaldson [1997] différencient les formes de pouvoir, les niveaux d'engagement et de motivation entre les deux théories. La théorie de l'agence considère un pouvoir de source organisationnelle et coercitif tandis que l'intendance définit un pouvoir individuel émanant de la personnalité et de la reconnaissance des compétences du dirigeant. Il s'ensuit un engagement plus profond (voire fusionnel) de l'intendant dans la culture d'entreprise et l'atteinte de ses objectifs, le mandataire faisant preuve d'une implication personnelle moindre et d'un éloignement plus prononcé à l'égard de l'entreprise. Enfin, la motivation du dirigeant dans le cadre de l'agence est de nature extrinsèque (principalement pécuniaire) et de nature intrinsèque (orientée en direction de l'accomplissement de soi) pour la théorie de l'intendance.

Davis, Schoorman et Donaldson [1997] ont toutefois conscience de la difficulté pratique d'implémentation d'une telle structure de gestion au regard des réticences des mandants au transfert de leur pouvoir de contrôle aux mandataires. Les auteurs considèrent l'optimalité de l'intendance sous condition que les parties prenantes s'entendent sur le modèle de gestion participative de l'intendance, toute forme hybride étant vouée à aboutir progressivement vers le modèle de l'agence, les intendants supportant l'opportunisme des actionnaires.

Nous pouvons toutefois considérer la théorie de l'intendance comme inclusive puisqu'elle englobe la théorie de l'agence stricte et s'inscrit dans le courant des théories partenariales de la gouvernance (au même titre que la théorie de l'agence élargie). La critique principale émise à son encontre est qu'elle ne se préoccupe pas du partage de la valeur entre les parties prenantes de l'organisation, et considère plutôt un objectif organisationnel global (Trébucq [2003]).

UN CHANGEMENT DE PARADIGME RADICAL : LES THÉORIES COGNITIVES

Les théories cognitives s'opposent aux théories contractuelles en intégrant de manière plus explicite l'analyse de la création de valeur, au contraire des théories contractuelles de la firme dont l'objet principal était la détermination des mécanismes de gouvernance minimisant

les coûts de gouvernement au sens large¹³³. Charreaux [2001] distingue les théories cognitives qui considèrent la firme comme un répertoire de connaissances, des théories contractuelles qui établissent la firme comme mode de résolution de problèmes de nature informationnelle.

Autrement dit, selon l'auteur, les théories contractuelles font l'hypothèse que l'ensemble des agents partage un même schéma cognitif (toute information est interprétée de manière identique par les agents), l'émergence d'asymétries informationnelles entre les individus étant source de conflits à résoudre, tandis que les théories cognitives considèrent que les agents possèdent des schémas cognitifs différenciés (une même information peut être interprétée différemment) et s'intéressent au processus de création et d'appropriation de la valeur.

De même que les théories contractuelles, les théories cognitives regroupent un ensemble de courants complémentaires, dont nous présentons les principaux selon Charreaux [2001].

Les théories comportementales pour lesquelles la firme est un nœud politique s'adaptant à son environnement via l'apprentissage organisationnel collectif. Simon [1947], March et Simon [1958] et Cyert et March [1963] en constituent les auteurs fondateurs.

Les théories des ressources stratégiques réfèrent à la vision selon laquelle la survie de la firme dépend de l'acquisition et de l'articulation de ressources, capacités et avantage compétitif organisationnels avec un environnement externe variable. Il faut ainsi entendre le concept d'avantage compétitif organisationnel comme la capacité pour l'entreprise de développer et de contrôler des ressources internes ou externes lui procurant un avantage déterminé présent ou à venir. Pour constituer une source d'avantage durable, ces ressources doivent être rares ou spécifiques à la firme et dresser des barrières contre l'imitation, *i.e.* être tacites – basées sur des apprentissages et aptitudes internes – ou socialement complexes – basées sur une organisation interne coordinatrice. Hart [1995] recense l'importance de nombreuses ressources telles les capacités internes de la firme, des facteurs environnementaux, la différenciation des produits, les coûts de production, les décisions temporelles et le degré d'engagement sur un marché, les compétences cœur de métier et la prise en compte des ressources naturelles – prévention de la pollution, prise en compte de l'ensemble des *stakeholders* et développement durable. Selon cette approche, les firmes ayant une meilleure appréciation stratégique des ressources dont elles sont capables de mobiliser doivent être plus performantes que les firmes à l'approche conventionnelle de plans stratégiques. La survie de la firme est alors conditionnée au contrôle de ces ressources

¹³³ Il convient d'atténuer l'assertion d'indifférence des théories de l'agence à l'analyse des sources créatrices de la rente organisationnelle. La créativité et la capacité d'innovation des individus sont ainsi évoqués par les travaux de Jensen et Meckling [1992], [1994] ou encore Jensen [1994], [1998], [2000]. Le courant orthodoxe privilégie toutefois l'étude des modes de résolution des conflits et du comportement opportuniste des agents.

critiques. Pour Conner et Prahalad [1996] la théorie de dépendance des ressources est complémentaire à l'approche opportuniste de la théorie des coûts de transaction, et permet d'appréhender la firme comme jonction de schémas cognitifs individuels différents dont la gestion incombe aux mécanismes de gouvernance.

Les théories évolutionnistes réfutent le concept de décision des individus au sein d'un choix préexistant d'opportunités. L'incertitude est la règle, tout système économique pouvant être interprété comme un mécanisme d'adoption-adaptation relativement à son environnement (Alchian [1950]). Les théories évolutionnistes supposent une rationalité de type procédural ou les compétences et routines organisationnelles¹³⁴ sont les réponses quasi-automatiques de l'organisation à une situation quelconque. Partant du postulat qu'en avenir incertain l'objectif de maximisation du profit ne possède pas de sens comme guide pour toute action spécifique individuelle, le critère de survie d'une firme devient plus simplement le profit positif. En avenir incertain, la réalisation d'un profit positif peut provenir de la capacité de l'environnement à adopter les firmes devenant alors 'les firmes survivantes' ou bien de la capacité des individus à s'adapter à cet environnement. La réintégration du comportement individuel ne souscrit pas au comportement optimal de maximisation car en avenir incertain, « *ni la connaissance parfaite des actions passées ni une complète conscience de l'état actuel des choses ne permettent de distinguer les actions profitables* », (Alchian [1950], page 218). Il ressort deux attitudes comportementales non plus optimales mais adaptatives où l'innovation joue un rôle important : l'imitation des actions observables déterminant des réussites passées et la logique de type '*essai et échec*'.

Les apports principaux des théories cognitives résident d'une part dans l'approfondissement de la connaissance de la création de la rente organisationnelle, d'autre part dans la résolution des conflits dépassant les seuls intérêts divergents des parties prenantes mais en intégrant des considérations d'ordre cognitif ou de valeurs, les deux approches pouvant être contradictoires¹³⁵.

¹³⁴ Les routines organisationnelles font référence à « *des modèles d'interaction qui constituent des solutions efficaces à des problèmes particuliers.* », Coriat et Weinstein [1995].

¹³⁵ Le lecteur se référera au modèle de Crémer [1995] présenté au Chapitre 5, Section 2, qui peut illustrer l'antinomie entre l'alignement des intérêts des dirigeants avec celui des actionnaires et le frein implicite qu'il en résulte quant à la capacité d'innovation des dirigeants, source de création de valeur pour la firme.

4. PROPOSITION D'UNE SYNTHÈSE COMPARATIVE DES THÉORIES DE LA FIRME

Il est possible de porter l'attention aux éclairages complémentaires des théories de la firme en soulignant leurs différences de fondements. La grille présentée prend le parti d'accentuer l'analyse comparative des théories contractuelles et de leur interprétation sous l'angle de la théorie des jeux.

LES ÉCLAIRAGES COMPLÉMENTAIRES D'UN CHAMP D'ANALYSE COMPLEXE

Le tableau 2.3 effectue la synthèse des différences fondamentales entre les théories contractuelles de la firme et les approches cognitives au sens large du terme. Les théories contractuelles s'opposent principalement sur quatre dimensions : l'objet et le cadre d'analyse, la nature des coûts d'inefficience et des modes de gouvernance efficaces.

Tableau 2. 3 – Grille comparative des théories de la firme – Adaptation à partir de Williamson [1988]

	Théories contractuelles			Théories cognitives
	<i>Théorie de l'agence</i>	<i>Théorie des coûts de transaction</i>	<i>Théorie des droits de propriété</i>	
Unité d'analyse	Individu	Transaction	Individu	Individu - Ressource stratégique - Organisation/Environnement
Dimension analysée	Relation d'agence	Spécificité des actifs	Droit de propriété	Processus de création de valeur
Coûts concernés	Perte résiduelle	Coûts d'inadaptation	Coûts d'efficience	Coûts d'opportunité, d'innovation
Analyse contractuelle principale	Ex ante - Alignement	Ex post - Gouvernance	Ex ante - Alignement	Répertoire de connaissances

L'INTERPRÉTATION DES DIFFÉRENTES APPROCHES A LA LUMIÈRE DE LA THÉORIE DES JEUX

Si l'on suit la description de Thakor [1991] de la théorie des jeux appliquée en finance, les modèles d'agence ainsi que les théories managériales peuvent s'apparenter à des jeux non

coopératifs. L'analyse de la relation entre dirigeants et actionnaires fait état de divergences d'intérêts synonymes de jeu à somme nulle, la maximisation de l'utilité d'une des deux parties s'opérant au détriment de l'autre, qui peut être généralisée à toute relation contractuelle.

Inversement, les théories des coûts de transaction et des droits de propriété s'apparentent davantage à des jeux coopératifs dans la mesure où toutes les contreparties ont intérêt à ce que perdure leur relation. Les agents effectuent des actions marquant leur intention d'une coopération future, afin de minimiser les coûts transactionnels (Williamson [1988]) ou permettre une organisation efficace d'une équipe de production (Alchian et Demsetz [1972]). Mais l'ensemble de ces paradigmes bien que se consacrant à l'analyse de la maximisation de la performance (ou à la minimisation des coûts d'inefficience) reste obscur sur la réalisation de la rente organisationnelle, même en complexifiant le nombre de parties prenantes à l'entreprise. Les approches cognitives comblent cette lacune, la firme pouvant s'appréhender comme un jeu à somme non nulle, en raison du potentiel d'innovation créatrice de valeur des parties prenantes. Il s'inscrit une relation de confiance entre les agents qui permet une prise de risque irrationnelle en son absence. Cette relation bilatérale, et non plus univoque de contrôleur à contrôlé est l'élément permettant de faire perdurer la relation. Les théories contractuelles s'inscrivent dans la même mouvance mais de manière moins radicale en privilégiant non plus une vision moniste de la firme (axée sur la relation actionnaires/dirigeant) mais partenariale.

SECTION 2 – LE CHOIX DU CADRE THÉORIQUE DE L'ÉTUDE

1. UNE TYPOLOGIE DES MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES

Le système de gouvernement en tant que construit par les acteurs dans le but de gérer des conflits inhérents aux relations contractuelles peut s'interpréter à la lumière de ces forces créatrices. Ainsi, Charreaux [1996] établit une typologie en fonction de l'intentionnalité dans la mise en place et de la spécificité des mécanismes de gouvernance. Chatelin [2001] complète la grille de Charreaux en précisant la nature réglementaire ou discrétionnaire des mécanismes de gouvernement. Enfin, Ebondo [2004] distingue deux niveaux du gouvernement d'entreprise : le niveau organisationnel et le niveau institutionnel.

LA GRILLE ÉLARGIE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SELON CHARREAUX

Charreaux [1996], [1997] définit une typologie des mécanismes de gouvernement des entreprises selon le double critère d'intentionnalité et de spécificité.

S'appuyant sur une conception élargie des mécanismes de gouvernance, à partir des travaux des théories contractuelles¹³⁶, l'auteur considère « *[les mécanismes de gouvernance] propres à une entreprise délimitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, dans le sens où leur action influence exclusivement les dirigeants de cette entreprise* » comme spécifiques. Inversement, est considéré comme non spécifique tout système de gouvernement affectant le degré de latitude décisionnelle managériale d'un ensemble d'entreprises, sans particularisme aucun. L'auteur élargit également le concept d'intentionnalité à « *l'établissement de règles et de procédures formelles* » dont l'application par le dirigeant n'est pas forcément indissociable d'un quelconque lien hiérarchique.

L'encadré suivant reprend la typologie première des mécanismes de gouvernance définie par Charreaux [1996] associée aux travaux de Chatelin [2001].

Encadré 2. 1 – Typologie des mécanismes de gouvernement des entreprises

Cet encadré repose sur les travaux de Charreaux [1996], [1997], adapté par Chatelin [2001]¹³⁷.

¹³⁶ L'auteur cite principalement les travaux de Jensen [1993] pour la théorie de l'agence, définissant les mécanismes de gouvernance internes et externes, et Williamson [1991] pour la théorie des coûts de transaction, définissant les mécanismes de gouvernement spontanés ou intentionnels.

¹³⁷ Le lecteur pourra se référer avec profit à ces travaux pour approfondir la nomenclature des mécanismes de gouvernance.

Tableau 2. 4 – Synthèse descriptive des mécanismes de gouvernance

		Mécanismes spécifiques		Mécanismes non spécifiques	
		Intentionnels	Spontanés	Intentionnels	Spontanés
Nature de la gouvernance	Réglementaire	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Contrôle direct des actionnaires</i> ▪ <i>Concentration de la propriété</i> ▪ <i>Identité des actionnaires</i> ▪ <i>Droits de vote</i> ▪ <i>Conseil d'administration</i> ▪ <i>Type de conseil</i> ▪ <i>Composition du conseil</i> ▪ Comité d'entreprise ▪ Syndicat 'maison' 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Environnement légal/réglementaire ▪ Syndicats nationaux ▪ Auditeurs légaux ▪ Associations de consommateurs 	
	Contractuelle	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Auditeurs internes ▪ Systèmes de rémunération ▪ Structure formelle 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Surveillance mutuelle des dirigeants ▪ Culture d'entreprise ▪ Réputation auprès des salariés ▪ Réseaux de confiance informels 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Marchés des biens et des services ▪ <i>Marchés financiers</i> ▪ <i>Prises de contrôle</i> ▪ <i>Intermédiation financière</i> ▪ Crédit interentreprises ▪ Marché du travail ▪ Marché politique ▪ Marché du capital social ▪ Marché de la formation
	Influence des parties prenantes				<ul style="list-style-type: none"> ▪ Environnement sociétal ▪ Environnement médiatique ▪ Culture des affaires

Cette grille présente une liste exhaustive de l'ensemble des mécanismes de gouvernance affectant le pouvoir discrétionnaire du dirigeant. Nous soulignons toutefois, sans occulter la présence des autres mécanismes, que seuls les mécanismes de gouvernance du contrôle direct des actionnaires, du conseil d'administration ainsi que les marchés financiers (de manière indirecte) s'intègrent dans l'objet de notre étude.

LES NIVEAUX ORGANISATIONNEL ET INSTITUTIONNEL DES MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT

D'après Ebondo [2004], page 6, « *le niveau organisationnel comporte deux approches du gouvernement d'entreprise : une approche *shareholding* et *stakeholding*.* ». Cette distinction recouvre les différences dans l'objet d'application des mécanismes de gouvernance et renvoie aux critères de valeur référents.

L'approche *shareholding* s'intéresse à la protection de la valeur actionnariale de la firme, l'objectif unique du gouvernement d'entreprise étant d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, afin de maximiser la valeur des fonds propres. C'est l'approche retenue par la version première (sur le plan historique) de la théorie de l'agence.

La vision *stakeholding* est plus globale puisqu'elle intègre dans son analyse l'objectif de maximisation de la valeur partenariale, afin de garantir la protection des intérêts de l'ensemble des parties prenantes au nœud contractuel de la firme (dirigeants, actionnaires mais également salariés, créanciers, clients, fournisseurs) et la maximisation du surplus organisationnel. C'est l'approche retenue par les théories des coûts de transaction et de l'agence élargie ainsi que le courant cognitif.

Le modèle anglo-saxon est représentatif de l'approche actionnariale tandis que l'approche partenariale se reflète davantage dans le modèle européen continental (Ooghe et de Vuyst [2001]). Van Hulle [1997] retranscrit les caractéristiques principales des deux modèles de gouvernance (encadré 2.2, tableau 2.5).

Encadré 2. 2 – Comparaison des modèles de gouvernance d’obédience anglo-saxonne et d’Europe continentale – Van Hulle [1997] in Ooghe et de Vuyst [2001]

Cet encadré repose sur van Hulle [1997].

Tableau 2. 5 – Modèles géographiques de gouvernance

Modèles de gouvernance	
<i>Anglo-saxon</i>	<i>Europe continentale</i>
Pouvoir aux mains des dirigeants	Pouvoir aux mains des actionnaires de contrôle
Comportement de passager clandestin	Conflits d'intérêts
Sur-investissement	Ressources financières limitées
Problèmes de contrôle	Transferts monétaires inter-firmes
Court-termisme	

▪ **Le modèle anglo-saxon**

Le modèle anglo-saxon se caractérise par un actionnariat diffus, permettant une grande latitude managériale en raison du comportement de passager clandestin des actionnaires individuels, exacerbé par la liquidité de marchés financiers développés. Les problèmes de contrôle des dirigeants par les actionnaires se traduisent par un sur-investissement, même dans des projets peu rentables, dans l’objectif d’élargissement du pouvoir des dirigeants, et une vision court-termiste de la performance des dirigeants de par l’évaluation périodique de leurs décisions lors des assemblées d’actionnaires.

▪ **Le modèle d’Europe continentale**

Le modèle européen se caractérise par un actionnariat concentré, le contrôle de l’entreprise étant aux mains d’une poignée d’actionnaires importants. La concentration de l’actionnariat peut générer des conflits d’intérêts avec les actionnaires minoritaires, d’autant plus que le contrôle est accru par l’entremise de mécanismes démultiplicateurs du contrôle dont la transparence n’est pas la caractéristique principale. Un inconvénient supplémentaire réside dans l’accès limité aux sources de financement pour raison de maintien du contrôle. Faccio et Lang [2002] montrent pour 13 pays d’Europe de l’Ouest qu’en moyenne 44,29% des entreprises sont détenues par un groupe familial, l’émission de classes d’actions à droits de vote différenciés ou encore le contrôle pyramidal étant de surcroît l’apanage des actionnaires importants. Enfin, les transferts monétaires entre firmes d’un même groupe sont usuels et biaisent l’évaluation de la performance réelle des firmes en lissant leurs résultats.

Le gouvernement d'entreprise peut être aussi appréhendé au niveau de la structure du capital en différenciant les mécanismes de contrôle interne et externe. La notion de mécanisme interne renvoie à un critère d'autonomie fonctionnelle donc inhérente de manière stricte au pouvoir hiérarchique du dirigeant tout autre mécanisme en dehors de sa personne étant qualifié d'externe (Charreaux [1996])¹³⁸. Les mécanismes de gouvernance internes réfèrent ainsi au contrôle direct des actionnaires internes à la société (pouvoir de vote ou systèmes d'intéressement) tandis que les mécanismes externes renvoient au contrôle extérieur tels le marché des dirigeants, ou encore le marché du contrôle.

2. LES CRITÈRES DE MAXIMISATION DE LA VALEUR

« Multiple objectives is no objective. [...] Yes, a single-valued objective function is 'not quite enough' to insure the success of any organization. », Jensen [2000], pages 5 et 18.

Au regard des théories de la firme exposées en première section, les critères de valeur s'opposent principalement sur l'identité des agents à laquelle se réfère l'objectif de satisfaction des intérêts : la valeur actionnariale pour les théories contractuelles et la valeur partenariale pour les théories cognitives.

Pour Charreaux et Desbrières [1998], page 58, la valeur actionnariale implique que *« [...] tous les apporteurs de facteurs de production – à l'exception des actionnaires – sont rémunérés à leur coût d'opportunité [...]. Les actionnaires, créanciers résiduels exclusifs, étant les seuls apporteurs de ressources à recevoir la rente créée par la firme, la valeur créée n'est alors que la mesure de la rente qu'ils perçoivent. »*. Cette définition ne permet pas d'identifier les mécanismes à l'origine de la création de cette rente et les auteurs lui préfèrent une représentation pluraliste ou partenariale par opposition à la conception moniste anglo-saxonne où seuls les intérêts des actionnaires sont pris en considération¹³⁹. Charreaux et Desbrières [1998] construisent alors une mesure globale de la rente créée par l'ensemble des partenaires égale au différentiel entre le prix d'opportunité et le coût d'opportunité pour chaque facteur de production, la répartition de la valeur créée dépendant alors de leurs

¹³⁸ L'auteur préfère à la notion de mécanisme interne la notion de mécanisme spécifique, cette définition de l'internalité présentant un caractère trop étroit pour englober certains mécanismes de gouvernance tel le conseil d'administration.

¹³⁹ Charreaux et Desbrières [1998] critiquent également la validité de cette approche sur le constat d'hétérogénéité des actionnaires qui ne permet pas d'ériger la valeur actionnariale comme mesure objective mais contingente à l'organisation et à sa structure de propriété.

pouvoirs de négociation respectifs sur les conditions de la transaction¹⁴⁰. L'implication principale de la valeur partenariale est que les conflits de partage de la valeur ne sont plus forcément des jeux à somme nulle : un partage favorable aux acteurs peut servir de mécanisme incitatif puissant (par exemple, les salariés rémunérés à un salaire supérieur sont incités à la productivité, de même les dirigeants sont encouragés à développer leurs compétences spécifiques). Mais ce schéma peut induire des effets négatifs de destruction de valeur lorsque un acteur reçoit une rémunération explicite inférieure à sa rémunération d'opportunité, d'autant plus si sa capacité à influencer le processus de partage est faible. Charreaux et Desbrières [1998] apportent une justification au rôle joué par les parties prenantes à l'organisation, d'autant plus qu'elles peuvent détenir une fraction substantielle des droits de propriété et sont donc également créanciers résiduels, et qu'elles sont tout autant exposées au risque résiduel que les actionnaires, même s'il est de nature différente. Mais les actionnaires sont les créanciers résiduels les plus exposés car leur rémunération effective est pour une large part attribuable à la plus-value en capital, le dividende étant inférieur au coût d'opportunité, et leur contrôle par voie de sortie n'est efficace qu'*ex ante*, puisque elle se traduit *ex post* par la réalisation de la moins value en situation défavorable. Dans la vision politique partenariale, lorsque l'actionnariat est dispersé, le dirigeant privilégiera les autres parties prenantes au détriment des actionnaires dans le partage de la valeur afin de s'assurer d'un soutien politique (stratégie d'enracinement), alors qu'en présence d'un actionnaire dominant, il a tout intérêt à privilégier ce partenaire, peut-être au détriment également des actionnaires minoritaires. Charreaux et Desbrières [1998] soulignent la possibilité d'une stratégie court-termiste de l'actionnaire majoritaire, qui peut faire pression sur le dirigeant (ou avec son appui dans une stratégie d'enracinement) pour obtenir un transfert de richesse à son avantage et engranger la plus-value sur le marché en sortant du capital avant que les effets dommageables sur l'incitation des autres parties prenantes et donc sur la performance de la firme ne surviennent. Par conséquent, Charreaux et Desbrières [1998] justifient l'objectif de maximisation de la valeur partenariale par (1) l'accroissement de la latitude managériale permettant la négociation du partage de la valeur entre les parties prenantes, (2) l'incitation pour le dirigeant d'accroître son investissement spécifique, (3) et par la prise en compte des stratégies d'enracinement contrant l'efficacité des systèmes de gouvernance.

En complète opposition, Jensen [2000] souligne « [...] *it is logically impossible to maximize in more than one dimension; purposeful behaviour requires a single valued objective*

¹⁴⁰ Les auteurs distinguent les coûts d'entrée en relation et de sortie selon que les négociations aient lieu *ex ante* ou postérieurement à une relation déjà établie.

function. ». L'auteur critique la vision partenariale de la valeur, considérant même qu'elle est au service des intérêts privés des dirigeants. Opposant les objectifs de maximisation de la valeur de la firme et de prise en compte de l'ensemble des intérêts des partenaires du nœud de contrats, il considère la suprématie de la valeur actionnariale car (1) elle ne politise pas l'organisation, la vision partenariale étant source de conflits dans le partage de la valeur créée, ce qui laisse toute autonomie au dirigeant pour maximiser sa propre fonction d'utilité, (2) elle n'entraîne pas de confusion des objectifs et permet au contraire de fixer un but clairement identifié, le cas contraire pouvant résulter en un dispersément et à la prise de décisions irrationnelles pour répondre à des objectifs multiples parfois contradictoires et (3) elle est une mesure répondant au critère de bien-être collectif, résolvant tout problème d'arbitrages individuels. Enfin, Jensen [2000] s'élève contre l'effet pervers de la valeur partenariale en considérant que la théorie partenariale ne spécifie pas de critère hiérarchique entre la diversité des intérêts gérés par l'organisation, et ce faisant enlève tout critère objectif non seulement pour la conduite que doit tenir le dirigeant dans ses choix stratégiques mais également pour l'évaluation de son action. Conséquemment, le dirigeant se voit libéré d'une contrainte disciplinaire non pas totalement mais avec une perte de pouvoir de coercition notable.

Le critère de maximisation ne peut s'affranchir du degré d'efficacité des mécanismes de gouvernance, atténuant le concept d'efficacité du critère de valeur. Charreaux [1999]¹⁴¹ définit trois degrés d'efficacité, par ordre décroissant : (1) le premier degré d'efficacité correspond à l'idéal théorique où les coûts d'agence seraient inexistants, (2) le deuxième degré suppose l'émergence d'une forme alternative de contrôle réduisant considérablement les coûts d'agence sans que ne puisse coexister une forme organisationnelle plus efficace et (3) le troisième degré correspond à des arrangements librement négociés et efficaces entre les parties prenantes. Autrement dit, le premier degré procède d'une vision 'panglossienne'¹⁴², le deuxième degré d'une solution optimale et le troisième degré d'une solution efficace. De manière identique aux degrés d'efficacité des marchés financiers, le niveau d'efficacité maximal procède d'un idéal théorique, Jensen [2000] préférant la définition d'un objectif de recherche de la valeur ('*rent-seeking*') plutôt que de maximisation de la valeur en raison de la difficulté voire de l'impossibilité à atteindre cet optimum de premier rang. Cette difficulté se perçoit également au travers de l'hétérogénéité des critères de valeur au sein d'un même corpus théorique. Ainsi, la théorie de l'agence normative inscrit le critère de la valeur

¹⁴¹ In Montandrou [2004], page 6.

¹⁴² Charreaux effectue ainsi une comparaison avec la célèbre citation du précepteur Pangloss de Candide de Voltaire : « *Tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes* ».

actionnariale comme objectif de gestion tandis que la théorie de l'agence positive souligne l'importance d'un critère plus large, la création de valeur de marché de la firme sur le long terme, s'opposant à la vision court termiste de la valeur actionnariale et englobant implicitement l'ensemble des parties prenantes dans le processus de création de valeur.

Considérant la dialectique de Jensen [2000] sur la valeur actionnariale comme seul objectif concevable comme réductrice, nous préférons adopter le raisonnement de Freeman et Reed [1983] qui soutiennent en effet que l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale de la firme s'accompagne obligatoirement de la prise en compte de la satisfaction de l'ensemble des parties prenantes. Le dirigeant, même inféodé aux exigences de profit des mandataires, se doit de gérer de la meilleure façon possible les intérêts de tous pour permettre de satisfaire *in fine* les intérêts des actionnaires.

3. LA DÉLIMITATION DE NOTRE CHAMP D'ANALYSE

A la lumière des développements sur la conception théorique des organisations, nous pouvons dès à présent mettre en avant la grille de lecture la plus pertinente à l'analyse du lien entre la structure de propriété et la liquidité. Sans occulter la pertinence des théories cognitives dans la mise en perspective des sources de la rente organisationnelle, nous nous plaçons volontairement sur le socle orthodoxe des théories positives de l'agence et des coûts de transaction au sens strict de l'étude de la relation principal-agent entre actionnaires et dirigeants de la firme, ou entre actionnaires externes et internes pour la raison principale que l'objet d'étude de notre travail consiste en la mise en exergue des avantages et coûts liés à la structure de propriété pour l'investisseur individuel.

D'une part, notre objet d'étude considère en premier lieu une analyse restreinte de la valeur, la valeur actionnariale dont le coût de liquidité peut être considéré comme une ponction. D'autre part, nous nous intéressons à la structure du pouvoir au sein de l'entreprise découlant directement de la participation des actionnaires internes.

Enfin, notre choix reste cohérent avec le champ d'investigation énoncé pour la mesure de la liquidité, appréhendée comme un coût de transaction supplémentaire pour l'investisseur individuel. Néanmoins, notre étude se focalisant sur le concept de contrôle et de structure des droits de votes, sur la latitude discrétionnaire des actionnaires contrôlant ou des dirigeants au détriment des actionnaires individuels, nous privilégions le corpus de l'agence. Notre

appréciation des bénéfices et des coûts de liquidité et de contrôle s'analyse en effet dans une perspective *ex ante* d'alignement des intérêts ou de minimisation des coûts des deux natures. Nous acceptons enfin les hypothèses comportementales individuelles de rationalité limitée et de maximisation des fonctions d'utilités propres des agents. La première hypothèse postule que tout raisonnement peut s'interpréter dans un cadre d'incomplétude contractuelle et conduire à une interprétation en terme d'asymétrie informationnelle. La seconde hypothèse précise qu'il peut y avoir appropriation de la rente organisationnelle de certains agents aux dépens d'autres.

Cette délimitation de notre cadre d'analyse s'inscrit ainsi dans une logique de cohérence entre les deux champs d'investigation que représentent les structures de gouvernance interne – la structure de contrôle de l'entreprise – et externe – la surveillance des marchés financiers, avec son coût de liquidité associé.

SECTION 3 – PROLÉGOMÈNES SUR LES DÉTERMINANTS USUELS DE LA PERFORMANCE

L'étude des facteurs de performance des sociétés fait depuis longtemps l'objet d'une attention particulière des économistes. Nous nous proposons d'effectuer une synthèse des déterminants usuels de la performance sur le plan historique pour déterminer les variables de contrôle pour notre analyse de l'influence des mécanismes de gouvernance sur la création de valeur.

Ngobo et Stephany [2001] relèvent trois grandes écoles de pensée traditionnelles sur la source des performances des firmes : (1) le courant industriel privilégie la structure industrielle ou de marché (degré de concentration, barrières à l'entrée, niveau de R&D), la performance se déduisant d'un positionnement adéquat des produits sur le marché et du maintien des barrières à l'entrée, (2) l'École de Chicago adopte une vision spécifique de la performance, les tendances communes étant seulement transitoires, et (3) la théorie des ressources qui privilégie le marché des facteurs plutôt que celui des produits, le contrôle stratégique de ressources critiques étant synonyme de performance. Ngobo et Stephany [2001] confirment pour les entreprises du SBF250, l'importance partagée des critères spécifiques et communs de la performance. Le point commun de ces approches est une perception des facteurs de performance issus de contraintes externes à l'organisation, le

système de gouvernance, bien que constitué de mécanismes aussi bien internes, qu'externes à l'entreprise, imposant plutôt une contrainte interne sur les processus décisionnel et de contrôle de l'organisation. Nous distinguons au sein de ces écoles de pensée pour facteurs principaux de performance : (1) la taille des sociétés, (2) l'environnement concurrentiel, (3) le potentiel de croissance, (4) la stratégie globale poursuivie et (5) le risque spécifique des sociétés.

1. L'IMPACT ANTAGONIQUE DE LA TAILLE

Selon une optique productive, l'impact de la taille de la firme sur sa performance est double : d'une part, la considération d'économies d'échelle porte à supposer un impact positif à l'élargissement d'une société ; d'autre part, le développement parallèle de nouveaux coûts organisationnels à partir d'une certaine dimension peut pondérer voire dépasser les bénéfices premiers. La résultante de ces deux influences ainsi que la plupart des études empiriques sur les fonctions de coûts¹⁴³ suggèrent l'existence d'une taille optimale pour la firme – l'obtention du plus bas coût par unité de production, consécutif d'un arbitrage entre économies et déséconomies d'échelle diverses.

Ainsi, Hall et Weiss [1967] reprennent les arguments de Bain [1956] et Baumol [1959] selon lesquels il existe non seulement une barrière capitalistique à l'encontre des firmes de petite taille, mais également l'impossibilité pour celles-ci d'investir dans des chaînes de production à grande échelle ; or, ces barrières sont surmontées aisément par les firmes de taille importante qui ont l'avantage de pouvoir lever en plus toutes les options des firmes de petite taille.

Selon Wright et *al.* [1996], l'impact de la taille est positif, les firmes de grande taille soulevant plus de projets risqués – à espérance de rendement plus importante – lorsqu'elles ont des opportunités de croissance.

Inversement, selon Mosen et Downs [1965] l'élargissement de la taille d'une firme s'accompagne systématiquement du développement d'une structure organisationnelle de type bureaucratique pour faire face à l'accroissement des tâches administratives. Or, une telle structure organisationnelle implique une déviation de l'objectif de maximisation du profit pour deux raisons principales : (1) les intérêts des actionnaires et des dirigeants ne sont pas

¹⁴³ Steer et Cable [1978] citent notamment les travaux de Jonhston [1960], Pratten [1971] et Scherer [1975] établissant un lien en forme de L entre fonctions de coût et taille de la firme.

convergeants, et surtout, (2) les actionnaires ainsi que le haut management sont soumis à une asymétrie informationnelle de la part des niveaux hiérarchiques inférieurs¹⁴⁴.

La vérification empirique de l'influence de la taille sur la performance des firmes ne permet pas de conclure de manière définitive.

Hall et Weiss [1967]¹⁴⁵ confirment l'impact positif de la taille sur la profitabilité des sociétés. De même, Singh et Whittington [1975] montrent que la probabilité de disparition des firmes décline avec leur taille.

Au contraire, Radice [1971]¹⁴⁶ et Shepherd [1972]¹⁴⁷ trouvent une relation négative entre la taille et le taux de profit.

Enfin, Bain [1951]¹⁴⁸ ne trouve pas de lien significatif, tandis que Collins et Preston [1969] ne peuvent conclure sur le sens de l'influence de la taille.¹⁴⁹

Steer et Cable [1978] montrent que l'ascendant de la taille sur la performance dépend de l'atteinte ou non d'une forme d'organisation interne optimale : sous l'hypothèse que cette dernière est corrélée de manière positive avec une dimension optimale, leurs résultats d'étude présentent un impact positif significatif de la taille sur le profit pour les firmes à organisation interne non optimale, et un impact légèrement négatif pour les firmes optimalement organisées.¹⁵⁰

D'autres courants théoriques ont analysé la relation taille-performance sous des angles différents. Ainsi, le courant organisationnel suggère que les organisations de grande taille possèdent l'avantage d'un contrôle plus marqué de leur environnement et des ressources critiques pour leur survie. De même, ce type d'organisations est plus à même d'attirer et de conserver les ressources humaines les plus compétentes de par leurs ressources non seulement financières mais également de par leurs opportunités de promotions internes¹⁵¹. Le courant

¹⁴⁴ Poursuivant eux-mêmes des objectifs individuels, ils impactent le flux informationnel interne de deux manières : (1) en faisant de la rétention d'information sur des échecs organisationnels à leur détriment, et (2) en refusant d'exécuter une partie des ordres émis par voie hiérarchique si ces derniers sont contraires à la poursuite de leurs intérêts privés. Ce double impact est d'autant plus antinomique avec l'efficacité de la firme lorsque la pyramide hiérarchique comporte de multiples niveaux puisque chaque subalterne adopte ce type de comportement mais est également victime de ce dernier émanant du personnel dont il est responsable.

¹⁴⁵ Etude portant sur un échantillon de 341 sociétés sur la période 1956-1962.

¹⁴⁶ Lien non significatif sur un échantillon de 89 entreprises sur la période 1957-1967.

¹⁴⁷ Sur un échantillon de 231 firmes pour la période 1956-1959.

¹⁴⁸ Sur un échantillon de 335 firmes de 42 secteurs industriels pour la période 1936-1940.

¹⁴⁹ Leur échantillon d'analyse porte sur 417 firmes sur la période 1958-1963.

¹⁵⁰ Leur étude porte sur un échantillon de 82 compagnies sur la période 1967-1971.

¹⁵¹ Pour exemple, Stanford [1980] développe un modèle de promotion résultant en des opportunités d'ascensions hiérarchiques d'autant plus rapides que le système organisationnel est de taille importante.

socio-psychologiste quant à lui, confère à la taille une source d'inefficience liée aux problèmes de 'passager clandestin' des membres de l'organisation ou de coûts d'organisation élevés. Ainsi, Gooding et Wagner [1985], reprenant un ensemble d'études empiriques sous cette nouvelle grille d'analyse – productive, organisationnelle et socio-psychologique – mettent en évidence que l'existence ou le sens de la liaison entre la taille et la performance d'une firme dépendent de l'unité d'analyse organisationnelle mais également des mesures de performance, chaque critère adoptant une vision prédéfinie des caractéristiques organisationnelles : capacités physiques, ressources humaines, capacités productives, ou ressources discrétionnaires disponibles¹⁵².

Enfin, Reinganum et Smith [1983] mettent en évidence l'existence d'une prime accordée par les investisseurs pour les actions représentatives de firmes de grande taille, et ce indépendamment de tout avantage de ces sociétés sur le marché des biens et services – taux de marge identiques – sur un coût de liquidité de leurs titres ou encore par un risque idiosyncratique – faillite – moindres ou tout autre facteur lié à la taille en elle-même¹⁵³.

2. L'ENVIRONNEMENT CONCURRENTIEL : SECTEUR D'ACTIVITÉ ET POUVOIR DE MARCHÉ

Selon le théorème néoclassique de concurrence, de faibles niveaux de concentration du marché indiquant la présence d'un nombre substantiel d'entreprises concurrentes et l'absence implicite de barrières à l'entrée devraient induire une profitabilité moyenne 'normale' du secteur, au sens où ne dévient pas de manière consistante du profit nul à long terme. A l'inverse, en s'éloignant du modèle concurrentiel, l'inscription d'un marché fortement concentré et oligopolistique devrait induire la possibilité de profits anormaux pour le secteur en raison d'économies d'échelle ou de pouvoir de marché. Shepherd [1972]¹⁵⁴ et Mancke [1974] établissent, respectivement de manière empirique et par simulation, que la relation – positive – entre la profitabilité et la part de marché est bien plus forte que celle entre la taille de la firme et la performance, le critère de part de marché n'étant pas biaisé par l'existence de différences de taille inhérentes aux secteurs économiques. Toutefois, Hall et Weiss [1967]

¹⁵² Le lecteur pourra se référer avec profit à Kimberly [1976], pages 587-594, pour une analyse approfondie de l'importance de la définition du critère de taille.

¹⁵³ Leur étude porte sur un échantillon de 1500-2500 sociétés sur la période 1963-1978.

¹⁵⁴ Sur un échantillon de 231 firmes pour la période 1956-1959.

trouvent un impact distinct significatif mais de faible importance de la concentration du marché sur la profitabilité des entreprises.

Collins et Preston [1969] trouvent une influence positive du degré de concentration sur la marge économique des firmes en notant néanmoins un impact négatif de la concentration marginale¹⁵⁵.

Des différences de profitabilité peuvent également provenir de facteurs inhérents au secteur d'activité économique, tels l'orientation de la firme (Collins et Preston [1969]¹⁵⁶), le taux de changement technique, l'évolution de la demande, la présence de barrières à l'entrée en termes de capitaux, technologique, ou encore l'interdépendance des entreprises d'un même secteur industriel (King [1966]¹⁵⁷).

3. LES POTENTIELS INTERNES ET EXTERNES DE CROISSANCE

Nous pouvons distinguer la croissance de la firme et celle de son marché.

Selon la théorie managériale, les dirigeants poursuivant leurs propres intérêts dont une préférence pour la croissance au détriment de la maximisation du profit, on peut s'attendre à une relation négative entre ces deux variables. Cependant, Geroski, Machin et Walters [1997] montrent à la fois de manières théorique et empirique, que les taux de croissance d'une firme sont très volatils, idiosyncratiques et surtout aléatoires sur le long terme. Ainsi, un dirigeant faisant l'arbitrage entre croissance et profits sacrifie de fait un taux de rendement relativement stable pour des revenus fortement aléatoires dans le temps. Par suite, un dirigeant établissant sa réputation sur la croissance de son entreprise s'impose une limite sur une base régulièrement imprévisible. En outre, les auteurs ne trouvent pas de lien négatif entre croissance et profit, suggérant qu'une stratégie de croissance ne s'effectue pas forcément au détriment de la rentabilité¹⁵⁸.

¹⁵⁵ Indiquant par là-même un degré de concentration optimal et reflétant des coûts oligopolistiques : (1) un relâchement organisationnel sur les marchés protégés, (2) des préférences managériales accentuées, et (3) un changement d'optique sur les coûts de vente et services. Leur résultat confirme ceux de Bain [1951a,b] pour un échantillon de 335 firmes appartenant à 42 secteurs industriels différents pour la période 1936-194.

¹⁵⁶ Les auteurs effectuent une analyse dichotomique entre firmes orientées en biens de consommation et celles orientées en biens de production.

¹⁵⁷ L'analyse d'un échantillon de 316 actions de firmes cotées sur le NYSE entre 1927 et 1960 montre que les changements de prix des titres classés par secteurs industriels peuvent être décomposés en une composante de marché et une composante sectorielle.

¹⁵⁸ L'échantillon d'analyse comprend 271 firmes britanniques sur la période 1976-1982.

La conception de croissance fait implicitement référence aux notions de taille optimale de la firme et d'équilibre du secteur économique, au sens où le taux de croissance d'une firme peut représenter un ajustement dynamique en direction – ou non – de sa taille optimale et de la taille d'équilibre de son secteur d'activité. Il en résulte une interaction entre taille et taux de croissance¹⁵⁹. Radice [1971]¹⁶⁰ et Shepherd [1972] trouvent ainsi une relation positive entre croissance et profit des firmes. Wright *et al.* [1996] confirment également l'impact positif des opportunités de croissance.

Traditionnellement, une forte croissance du marché se traduit par une augmentation de la profitabilité du fait d'une concurrence moins accrue sur les prix.

Nakao [1980] développe le modèle d'une firme dominante sur un marché de biens et services en croissance soutenue et sous la menace d'entrants potentiels. Il montre qu'un accroissement de la demande de marché diminue les barrières à l'entrée mais augmente le taux de rendement du capital. Ainsi, si le taux de croissance de la demande est suffisamment important, la firme dominante fera un arbitrage en faveur d'une augmentation des prix au-dessus du niveau pré-requis pour empêcher l'entrée de nouveaux concurrents, donc au détriment de sa part de marché.

4. LA STRATÉGIE DE LA FIRME, VECTEUR DE PERFORMANCE

La stratégie d'une société s'appréhende de multiples manières puisqu'elle regroupe l'ensemble des orientations générales qu'elle souhaite prendre au sein d'un environnement concurrentiel donné. La définition de choix stratégique étant vaste et contingente, nous choisissons d'aborder les orientations non spécifiques.

L'INTÉGRATION VERTICALE

Mahoney [1992] spécifie quatre motivations principales justifiant une stratégie d'intégration : (1) des considérations en termes de coûts de transaction, (2) des enjeux stratégiques, (3) un avantage en termes de prix des facteurs de production ou des produits et

¹⁵⁹ Singh et Whittington [1975] établissent un lien positif entre la taille et la croissance pour 1955-2489 firmes sur la période 1948-1960.

¹⁶⁰ Un accroissement de 1% du taux de croissance résulte en moyenne d'une augmentation de 0.4% du taux de profit pour 89 entreprises sur la période 1957-1967.

(4) la réduction de l'incertitude pesant sur les coûts ou les prix¹⁶¹ ; de plus, la stratégie d'intégration verticale peut s'accomplir de manières diverses – financière, de marchés ou contractuelle.

Une stratégie d'intégration verticale peut constituer un avantage concurrentiel puisqu'elle fournit l'option pour la firme de ne pas sacrifier de marges élevées au profit des autres sociétés intégrées¹⁶². Pour Aveni et Ravenscraft [1994] la stratégie d'intégration engendre des bénéfices – elle évite des coûts de transactions et d'échange sur le marché, permet d'exploiter des opportunités de coordination d'activités internes, et de posséder un pouvoir de négociation sur les clients et fournisseurs intégrés – mais également des coûts substantiels – des raisons stratégiques autres que le profit (la réduction d'interdépendances avec des partenaires, en réponse à des pressions institutionnelles), des coûts d'implémentation de la stratégie élevés, l'augmentation de la taille organisationnelle induisant des pertes de contrôle et informationnelles liées à une plus grande complexité de coordination, des pertes d'efficience des fournisseurs intégrés vis-à-vis de fournisseurs externes, des capacités inutilisées à certains niveaux d'intégration d'échelles de production différentes, ou encore des coûts d'actifs spécifiques élevés. Aveni et Ravenscraft [1994] déduisent toutefois un effet net faiblement positif de la stratégie d'intégration¹⁶³.

LA STRATÉGIE DE DIVERSIFICATION

La stratégie de diversification est souvent liée à la notion de réduction du risque économique de la firme, par conséquent à l'amélioration de sa performance.

L'étude empirique de Bettis [1981] montre qu'en moyenne les firmes à diversification liée ont une rentabilité économique supérieure de 1% à 3% relativement aux firmes à diversification non liée¹⁶⁴. En revanche, reprenant le même échantillon, les résultats de l'analyse de Bettis et Mahajan [1985] modèrent l'ascendant de ce type de stratégie relativement à d'autres modes

¹⁶¹ De manière plus précise, ces motivations relèvent de la théorie des coûts de transaction – avantages en termes d'incitation au profit, de contrôle et coordination, d'allocation des ressources, de motivations et de communication, mais également coûts bureaucratiques, coûts stratégiques et de production – de considérations stratégiques telles l'accroissement de barrières à l'entrée et à la sortie, l'augmentation des coûts des concurrents par l'assèchement du nombre de fournisseurs, une stratégie de '*price squeezing*' (diminution du prix des produits tout en augmentant le prix des inputs), de transfert de prix ou encore de maintien d'une position oligopolistique en augmentant les coûts de coordination et de surveillance, d'intégration de différences de prix entre inputs et outputs, et enfin de réduction de l'incertitude sur les coûts et prix par l'absorption de chocs stochastiques par l'ensemble de la chaîne verticale, (Mahoney [1992]).

¹⁶² Aaker et Jacobson [1987] le confirment pour un échantillon de 1376 entreprises pour l'année 1980.

¹⁶³ Sur un échantillon de 466 compagnies sur la période 1975-1977.

¹⁶⁴ Sur un échantillon de 80 firmes sur la période 1973-1977.

de diversification – liée contrainte et non liée ; il ressort toutefois que la probabilité pour les firmes à diversification non liée d'obtenir une performance supérieure est moindre que celles des autres stratégies de diversification.

LES DÉPENSES EN R&D ET LA PUBLICITÉ

Bien que l'image de marque des produits de la firme puisse induire un effet halo sur sa performance, l'impact des dépenses de marketing, de publicité ou de la force de vente ne fait pas l'objet de consensus parmi les économistes. Aaker et Jacobson [1987] trouvent ainsi une liaison négative avec le profit indiquant une possible dépense superflue en ces domaines.

L'analyse de Bettis [1981] sur la surperformance des firmes à diversification liée suggère un poids non négligeable des dépenses de R&D et de publicité, confirmant l'argument de Rumelt [1977] selon lequel ces firmes évoluent dans des secteurs à fortes opportunités de différenciation et segmentation et sont capables d'étendre leurs compétences de cœur de métier dans d'autres domaines reliés.

Shepherd [1972] suggère toutefois un rôle limité des dépenses de publicité comme barrières à l'entrée d'un marché.

LA GESTION DE LA QUALITÉ

Karmakar et Pitbladdo [1997] définissent deux types de concurrence sur la qualité : comme vecteur d'attributs – positionnement, classe, performance – ou liée à la conformité d'une norme ou de spécifications précises.

Les firmes signalent leurs nouveaux produits de haute qualité par des prix supérieurs à ceux résultant d'un comportement de maximisation du profit avec information parfaite : la qualité des produits devient source de profit, les clients étant prêts à rétribuer une prime-qualité¹⁶⁵.

¹⁶⁵ En effet, sous l'hypothèse que seule une partie des consommateurs peut identifier le niveau de qualité d'un produit, une firme peut signaler la bonne qualité de ses produits en déterminant un prix trop élevé pour que son produit ne soit pas rentable s'il était en fait de mauvaise qualité. Cette stratégie est efficiente dans la mesure où l'ensemble des consommateurs déduit rationnellement du prix élevé du produit une qualité élevée – le prix élevé du produit réfère à un coût de production élevé, les firmes à coûts élevés sont plus enclines à réduire leur volume de vente et une firme proposant un produit de plus basse qualité subirait une perte de volume plus importante du fait de son prix élevé et de l'existence de consommateurs informés. Cette stratégie perd toutefois de son efficacité à long terme du fait de l'expérience des consommateurs et de la diffusion de l'information dans le temps, Bagwell et Riordan [1991].

Enfin, selon Powell [1995], la gestion de la qualité au sein de l'entreprise peut assurer un avantage concurrentiel¹⁶⁶, toutefois de manière contingente à une gestion globale comprenant entre autres les relations avec les fournisseurs et autres partenaires ainsi qu'aux caractéristiques organisationnelles de la firme.

5. LE RISQUE

« Les deux déterminants clés de toute décision d'investissement sont le rendement et le risque. Sous l'hypothèse que les investisseurs sont adverses au risque et cherchent à minimiser le risque pour tout niveau de rendement espéré, l'intuition suggère qu'un rendement additionnel doit compenser les investisseurs pour supporter un risque additionnel. », Aaker et Jacobson [1987], page 277.

La prise en compte du risque est un élément fondamental de toute décision d'investissement sous peine d'engendrer une allocation des ressources non optimale ou de biaiser l'évaluation de la performance.

Sans entrer dans une discussion sur les conditions nécessaires à l'application d'une stratégie de diversification optimale au sens de Sharpe [1964], Lintner [1965] et Mossin [1966] statuant que seul le risque systématique doit être rémunéré par le marché, les études empiriques sur le lien risque-rendement produisent des résultats contradictoires. Fisher et Hall [1969] déterminent une performance supérieure des firmes les plus exposées au risque¹⁶⁷, tandis que Aaker et Jacobson [1987] montrent l'influence conjointe du risque systématique et du risque spécifique dans une moindre mesure sur la profitabilité des firmes¹⁶⁸.

CONCLUSION DU CHAPITRE 4 : CHOIX DU CADRE THÉORIQUE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET SPÉCIFICATION DES VARIABLES DE CONTRÔLE

L'objet de notre étude étant à la croisée de la gouvernance d'entreprise et de la microstructure de marché, le cadre d'analyse intègre obligatoirement l'ensemble des acteurs de marchés en général et les investisseurs en particulier. De plus, l'objectif d'appréhender la liquidité comme ponction sur le coût du capital des sociétés, par suite sur leur valeur de

¹⁶⁶ L'analyse d'un échantillon de 19-50 firmes américaines montre un impact positif significatif de l'application d'une politique de Total Quality Management sur la performance de la firme.

¹⁶⁷ Sur un échantillon de 88 firmes industrielles.

¹⁶⁸ Sur un échantillon de 1376 entreprises.

marché, a pour implication principale d'intégrer dans le cadre théorique d'analyse une mesure actionnariale de la performance. La section 2 de ce chapitre conclut à l'utilisation du corpus des théories contractuelles, plus précisément de la théorie de l'agence positive, comme cadre conceptuel de notre étude. De plus, les critères de performance retenus résultent de l'objectif de maximisation de la valeur boursière des sociétés par les actionnaires ainsi que les investisseurs. Néanmoins, bien que la performance financière soit au cœur de l'analyse, l'ajout de mesures de performance notamment économique ou comptable permettrait d'enrichir l'étude de l'influence des mécanismes de gouvernance internes sur la création de valeur au sens large du terme. De même, les mesures de performance sont déclinées autant que faire se peut en mesures *ex ante* et *ex post* afin d'apporter une approche comparative des attentes et influences du système de gouvernement sur la performance.

Enfin, au regard des facteurs courants de la performance évoqués en section 3, nous pouvons mettre en exergue les variables de contrôle suivantes :

Hypothèse 11 – La performance des sociétés est une fonction croissante de leur taille.

A priori, le lien entre la performance de la firme et sa taille relève de l'analyse empirique. Les gains liés à l'accroissement de la taille de l'entreprise – économies d'échelle, opportunités de croissance, contrôle des ressources critiques, levée des barrières à l'entrée, prime des investisseurs pour la taille – peuvent être contrebalancés par des coûts organisationnels supplémentaires, se traduisant par des structures organisationnelles inefficaces en raison notamment de problèmes de passager clandestin. Ces arguments nous conduisent à évoquer l'existence d'une taille optimale.

En revanche, notre analyse portant toutefois sur firmes cotées sur le premier ou second marché représentatives d'une taille importante relativement à leurs homologues non cotées, nous pouvons supposer qu'à leur niveau, l'accroissement de leur taille n'implique qu'un accroissement marginal des sources d'inefficiences organisationnelles.

Nous pouvons donc considérer que la performance des firmes soit une fonction croissante de leur taille.

Hypothèse 12 – La performance des sociétés est une fonction croissante de leurs opportunités de croissance.

Sous l'hypothèse que les opportunités de croissance soient créatrices de valeur – autrement dit que les opportunités d'investissement de croissance aient une profitabilité supérieure au taux de rendement exigé par les investisseurs – nous pouvons déduire un lien positif entre la performance des sociétés et leur degré de croissance.

De même, ce lien se traduit aussi bien au niveau de la croissance de l'entreprise que pour celui du secteur dans lequel elle évolue. Cette dernière relation fait l'objet de la variable de contrôle suivante.

Hypothèse 13 – La performance des sociétés diffère selon leur secteur d'activité.

La performance des entreprises est contingente pour partie à l'évolution de leur environnement sectoriel. Il convient par conséquent d'adopter une analyse distinctive selon ce critère.

L'analyse de la performance des sociétés doit procéder à une différenciation sectorielle et l'on peut s'attendre à une influence diverse des secteurs d'activités auxquels appartiennent les sociétés.

Hypothèse 14 – La performance économique des sociétés est une fonction croissante de leur risque économique.**Hypothèse 15 – La performance financière des sociétés est une fonction croissante de leur risque financier.**

Sous l'hypothèse habituelle que l'espérance de rendement de tout investissement est une fonction croissante du risque, nous pouvons considérer l'existence d'un lien positif entre la performance des firmes et leur risque. Les mesures du risque doivent bien entendu être déclinées en risque économique et risque financier.

Enfin, bien que les dépenses de R&D et de publicité ainsi que la gestion de la qualité puissent être des facteurs d'influence de la performance, l'étude de ces variables procède d'une analyse fine comparative des entreprises entre elles, ces trois critères étant d'ordre individuel et propres à chaque secteur. Leur inscription ne faisant pas l'objet direct de notre cadre d'étude, associée au manque de données permettant d'apprécier correctement leur mesure, nous ne traiterons pas ces variables pour notre étude empirique.

A présent que le cadre théorique ainsi que les variables de contrôle sont définis, nous nous intéressons à l'influence proprement dite des mécanismes de gouvernance interne – structures de propriété et de contrôle et composition du conseil d'administration – sur la performance des sociétés.

CHAPITRE 5 – MÉCANISMES DE GOUVERNANCE INTERNES ET PERFORMANCE DE LA FIRME

INTRODUCTION AU CHAPITRE 5

L'objet de ce chapitre est de souligner la relation entre les mécanismes de gouvernance internes que constituent la structure de propriété et sa représentation par le conseil d'administration avec l'objectif de maximisation de la valeur de la firme.

La section 1 appréhende le concept de contrôle effectif de la société. Nous présentons dans un premier temps les définitions ainsi que les mesures empiriques traditionnelles du contrôle afin de mettre en avant l'importance d'une analyse en termes de droits de vote plutôt qu'en capital. Cet angle d'approche est conforté par l'exposé des modélisations de valorisation des droits de vote, l'existence d'une prime de contrôle et la mise en place *de facto* de mécanismes démultiplicateurs du contrôle au sein des firmes familiales notamment. Nous concluons la section sur l'ensemble des considérations de contrôle intégrées dans notre étude.

La section 2 effectue une revue de littérature sur l'incidence de la structure de propriété, par suite des actionnaires principaux, sur la performance des sociétés, selon une double approche. La première aborde la structure de propriété au sens strict de la concentration (indifféremment de la dispersion) du capital, avec l'étude des bénéfices du contrôle des grands actionnaires, mais également des conditions de sa mise en œuvre, de son coût, voire de son inefficience. Nous soulignons l'activisme hétérogène des actionnaires dans l'exercice du contrôle afin d'exposer dans un second temps une approche fondée sur l'identité des actionnaires. Une classification comportementale permet alors de distinguer la nature du contrôle selon les agents : initiés, intermédiaires financiers, salariés ou encore l'Etat.

La section 3 prolonge naturellement l'analyse au travers du conseil d'administration, organe de représentation du contrôle des actionnaires par essence et de discipline des dirigeants. Une typologie des formes organisationnelles efficaces des conseils d'administration est examinée et accentuée par opposition les obstacles au contrôle efficace des administrateurs, en raison notamment des stratégies d'enracinement des dirigeants. Nous concluons par un bref panorama des études empiriques sur le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance des sociétés.

SECTION 1 – LE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ : LA NOTION DE POUVOIR ET LE RÔLE CENTRAL DU DROIT DE VOTE

« Corporate control is frequently used to describe many phenomena ranging from the general forces that influence the use of corporate resources [...] to the control of a majority of seats on a corporation's board of directors. We define the corporate control as the rights to determine the management of corporate resources – that is, the right to hire, fire and set the compensation of top-level managers. », Jensen et Ruback [1983], page 5.

L'émergence d'un intérêt grandissant pour la mise en place de mécanismes efficaces de contrôle des sociétés amène naturellement à se pencher sur les rapports de forces au sein de l'entreprise, les droits de vote y tenant un rôle primordial. Son importance est d'autant plus exacerbée par le rôle central du pouvoir dans la mise en exergue du caractère coercitif d'un mécanisme de gouvernement.

1. DÉFINITIONS ET MESURES DU CONTRÔLE

Simon [1951] définit l'autorité comme le droit de détermination des actions affectant tout ou partie de l'organisation. Le contrôle s'analyse alors comme le pouvoir d'exercer une influence discrétionnaire sur le processus de décision, incluant notamment celle du choix de l'équipe dirigeante. Duffy [1959] analyse l'autorité comme : *« [...] the relationship that exists between individuals when one accepts the directive of another as authoritative, that is, when the individual receiving the directive weighs the consequences of rejecting it and decides in favour of acceptance. The authoritative nature of the directive is confirmed when the person accepting the directive acts in concordance with it within the confines of his understanding and ability. »*, (Duffy [1959], page 167). On perçoit directement l'implication d'une divergence potentielle d'intérêts et d'objectifs entre un principal et son agent¹⁶⁹.

Sans entrer dans le débat entre conception comportementaliste et structuraliste de l'autorité¹⁷⁰, nous utilisons communément les notions d'autorité, de droits de vote ou de pouvoir comme représentations au sens large du contrôle associé aux relations entre dirigeants

¹⁶⁹ Et ce d'autant plus, comme le souligne Mandeville [1960] à propos de Duffy [1959], que l'autorité est par essence limitée car contingente à des événements et à des périodes déterminées et variables.

¹⁷⁰ *« Accordingly, the 'behaviorist' defines authority as a set of behaviors, while the 'structure-ist' implicitly defines authority as power. »*, Weber [1961], page 63. Grimes [1978] estime qu'autorité et pouvoir constituent les points opposés du continuum de degrés du contrôle (Grimes [1978], page 727).

et actionnaires, entre actionnaires de natures différentes ou quelque autre relation que ce soit avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise. La conception des mécanismes de gouvernance associée au jeu de pouvoir au sein de l'entreprise reflète en effet à notre sens des caractéristiques liées au comportement des agents contrôlant, tout mécanisme de gouvernement étant par essence un construit structurel encadrant la déviance de tel comportement relativement à un objectif désigné comme d'intérêt commun à l'entreprise. Une fois le cadre d'analyse posé, la caractérisation du pouvoir amène naturellement à s'interroger sur les problèmes de son identification et de sa mesure.

L'IDENTIFICATION TEMPORELLE, GÉOGRAPHIQUE ET EFFECTIVE DU CONTRÔLE AU SEIN DES ORGANISATIONS

Le contrôle d'une société peut s'apprécier selon un triple critère temporel, d'emplacement et d'efficacité.

Le premier critère réfère à la distinction entre contrôle immédiat et contrôle final, fonction du support du pouvoir de contrôle. On attribue par exemple cette notion de contrôle immédiat aux dirigeants dans la gestion ordinaire des affaires courantes de l'entreprise, le contrôle final revenant de droit aux créanciers résiduels, les actionnaires. Cependant, Nyman et Silberston [1978] rejettent l'idée de contrôle ultime, argumentant que le contrôle est question de pouvoir plutôt que de comportement et se doit donc d'être analysé en termes structurels plutôt que comportementaux. Cette critique porte en germe la question des mécanismes de gouvernement comme convecteurs du contrôle au sein de l'entreprise.

Le critère d'emplacement du contrôle prend source dans l'analyse fondatrice de Berle et Means [1932] entre la séparation de la propriété et du contrôle des grandes sociétés capitalistes, et réfère au lien entre les degrés de dispersion de l'actionnariat et du contrôle de l'entreprise.

Le degré de dilution du capital affecte le comportement de la firme de deux manières : d'une part la fonction objectif de la firme peut être altérée du fait de la naissance d'une divergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, d'autre part le pouvoir de contrôle des actionnaires peut diminuer de par le problème de passager clandestin issu d'une dilution importante.

Si l'on retient une classification interne ou externe entre les investisseurs, le degré de contrôle n'est pas indépendant de l'emplacement du contrôle du fait de l'asymétrie qui peut exister entre les deux catégories de contrôleurs, le contrôle interne permettant un accès privilégié à

l'information mais également aux canaux de communication de la firme. On peut s'attendre alors pour une participation donnée au capital d'une firme, à un degré de contrôle interne plus important relativement au contrôle externe. Autrement dit, un degré de contrôle donné octroie plus de pouvoir à un contrôle interne qu'externe¹⁷¹.

Cubbin et Leech [1986] définissent comme contrôleurs internes les cadres dirigeants exerçant leur contrôle par voie de vote et ayant un accès privilégié et total à l'information, comparativement aux contrôleurs externes ne disposant que d'un accès partiel à cette même information, sauf lorsque le contrôle exercé est clairement dominant. Pour les auteurs, ces deux catégories peuvent influencer fortement la fonction objectif des dirigeants dans la mesure où les contrôleurs externes seront plus enclins à favoriser la maximisation de la richesse des actionnaires tandis que les contrôleurs internes peuvent dévier de ce comportement même s'ils exercent leur contrôle en tant qu'actionnaires – pour exemple le fondateur d'une firme peut adopter un comportement managérial type.

Quant au critère d'efficacité du contrôle, il renvoie à la notion de contrôle effectif ou latent, ou encore de contrôle réel ou formel.

Selon Herman [1981] on peut distinguer le pouvoir actif du pouvoir latent. Le pouvoir actif est celui qui permet littéralement de contrôler les décisions majeures de la firme vis-à-vis de son environnement dans sa globalité : produits, marchés, investissement, financement. Le pouvoir latent réfère à la possibilité de contraindre certaines décisions ou choix. Le pouvoir actif requiert un certain degré d'implication dans le processus de décision de la firme, la propriété des titres étant une condition non suffisante puisque ne procurant pas automatiquement le statut de décideur, octroyant toutefois une position stratégique dans le processus de décision permettant de moduler les choix des dirigeants (Dye [1985]). De plus, les investisseurs peuvent, même en l'absence de pouvoir actif, appliquer leur pouvoir sur les marchés financiers de par la vente de leurs actifs lorsqu'ils sont en désaccord avec le management. Enfin, le contrôle de la firme peut s'obtenir de manière organisationnelle en interne par le biais du conseil d'administration par exemple (Mintzberg [1983]).

Aghion et Tirole [1997] effectuent le distinguo entre l'autorité formelle, qui peut être conférée par des droits résiduels de contrôle¹⁷² ou par la propriété d'un actif octroyant au propriétaire la capacité d'exclure autrui de l'utilisation de cet actif¹⁷³, et l'autorité réelle, le contrôle effectif

¹⁷¹ Cubbin et Leech [1983], [1986].

¹⁷² Les droits résiduels de contrôle se diffèrent des droits spécifiques qui sont les droits mentionnés contractuellement. Ainsi, la propriété est définie comme l'achat de tous les droits de contrôle non contractuels (Grossman et Hart [1986]).

¹⁷³ Hart et Moore [1990], page 1121.

des décisions. L'autorité formelle qu'un principal détient sur l'agent peut ne pas être exercée¹⁷⁴ dès lors que le subordonné dispose d'un avantage informationnel sur le principal. Les dirigeants détenant par nature une information privilégiée relativement aux actionnaires peuvent ainsi bénéficier d'une autorité réelle, sinon formelle¹⁷⁵.

Cette nomenclature du contrôle ainsi définie place au centre de notre étude le rôle des mécanismes de gouvernance comme media structurels du pouvoir, privilégiant les mécanismes internes comme vecteurs d'un contrôle effectif, bénéficiant d'un avantage informationnel, avec pour moyen coercitif le droit de vote aux décisions d'assemblées d'actionnaires.

Notre étude privilégie donc en ce sens comme mécanismes de gouvernement la structure de propriété des firmes et le conseil d'administration, et une analyse en termes de droits de vote, à notre sens plus représentative des rapports de pouvoir que les mesures en capital. Nous conservons toutefois en complément cette dernière mesure pour but de vérification de la supériorité du pouvoir explicatif de la structure de contrôle sur la structure de propriété.

MESURES SIMPLES DU DEGRÉ DE CONTRÔLE

Le degré de contrôle des actionnaires se définit usuellement par le pourcentage de détention du capital détenu par l'actionnaire principal ou un groupe d'intérêts relativement à un standard fixé de manière arbitraire – 5, 10, 20 ou 50% – en fonction de la majorité potentielle découlant de la participation d'un individu ou groupe d'individus identifiés¹⁷⁶. Cette mesure relève d'une classification dite fixe et présuppose l'unicité de la propriété et du contrôle.

Cubbin et Leech [1986] émettent trois objections à ce type de mesure¹⁷⁷ : (1) elle ne tient pas compte de la dispersion des participations non dominantes qui affecte pourtant grandement le degré de contrôle associé à toute participation dominante, (2) elle repose sur l'hypothèse d'un changement comportemental radical relatif à un critère de taille de participation somme toute arbitraire et (3), aucune distinction n'est faite entre les firmes contrôlées de manière interne ou

¹⁷⁴ « [...] *authority does not exist unless it is effectively executed* [...] », Mandeville [1960], page 117.

¹⁷⁵ Peabody [1962] supporte l'argument selon lequel l'autorité formelle est définie par la légitimité et la position d'un individu au sein d'une organisation et le pouvoir de sanction associé tandis que l'autorité fonctionnelle se base sur des compétences professionnelles, l'expérience et des capacités relationnelles qui peuvent être complémentaires ou se dresser contre l'autorité formelle (Peabody [1962], pages 465-466).

¹⁷⁶ Pour exemples méthodologiques : Radice [1971], Holl [1975], Steer et Cable [1978] ou plus récemment Tnani [1997].

¹⁷⁷ Cubbin et Leech [1986], page 125.

externe, ce qui peut affecter non seulement le pouvoir mais également les objectifs de contrôle.

Leech [1987c] montre que l'utilisation d'un tel critère comporte un biais, le contrôle d'une firme pouvant être relatif à la dispersion du capital entre les actionnaires¹⁷⁸.

La classification variable du contrôle des actionnaires utilise quant à elle une mesure relative du contrôle en fonction de la caractéristique de dispersion de l'actionnariat.

Leech et Leahy [1991] montrent que le degré de contrôle d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires d'une firme peut se mesurer par :

$$\alpha_k \cong \Phi \left(\frac{C_k}{\sqrt{V_k}} \right)$$

Avec k le nombre d'actionnaires classés par ordre croissant de détention du capital ;

$$V_k = \sum_{i=k+1}^N p_i^2$$

N le nombre d'actionnaires ;

p_i la proportion de capital détenue par le $i^{\text{ème}}$ investisseur ;

$\Phi(\cdot)$ la fonction de distribution de la loi normale telle que si $z \sim N(0,1)$ alors

$$\Pr[z < x] = \Phi(x) \text{ pour tout } x.$$

Cette mesure est une version particulière¹⁷⁹ du modèle probabiliste de vote de Cubbin et Leech [1983] : pour ces auteurs, le degré de contrôle pertinent des actionnaires est le niveau de contrôle requis permettant d'obtenir une majorité simple lors d'un vote d'actionnaires. Ce dernier dépend alors du degré de dilution du capital mesuré par l'indice de Herfindhal.

¹⁷⁸ Leech [1987c] reprend une partie de l'échantillon initial de Berle et Means [1932] et montre pour 16 firmes que le critère retenu de 20% déterminant un contrôle minoritaire est surévalué.

¹⁷⁹ Cette mesure repose sur l'hypothèse que l'ensemble des actionnaires exerce leurs droits de vote. Cubbin et Leech [1983] utilisent un modèle plus général prenant en compte la probabilité Π qu'un actionnaire exerce son droit de vote. En supposant que la probabilité d'un vote pour (ou contre) une motion particulière soit pour les deux cas de $\Pi/2$, et que les votes sont indépendants, le degré de contrôle devient :

$$\alpha_k \cong \Phi \left(\frac{C_k}{\sqrt{\Pi V_k}} \right)$$

En posant :

$$V_k = H - \sum_{i=1}^k p_i^2$$

Le degré de contrôle de l'actionnaire principal se mesure ainsi par :

$$\alpha_1 \cong \Phi\left(\frac{C_1}{\sqrt{V_1}}\right) = \Phi\left[\frac{p_1}{\sqrt{(H-p_1^2)}}\right]$$

Autrement dit, le degré de contrôle s'appréhende en termes de probabilité d'obtention d'un support majoritaire lors d'une décision sujette à controverse. Cette mesure repose sur la distribution de la taille des participations des actionnaires et n'est pas exempte d'une critique importante : l'existence de coalitions d'actionnaires.

En effet, Leech [1987a] donne une base théorique à la formation de coalitions de contrôle par les actionnaires principaux, ces dernières dépendant des coûts et bénéfices de leur constitution : une coalition potentielle existe lorsque les premiers sont relativement faibles par rapport aux seconds. Les coûts d'organisation et de concertation d'un groupe de contrôle sont supposés dépendre du degré de concentration du capital de la firme et comprennent les coûts fixes d'organisation de la coalition de contrôle – coûts de surveillance et d'évaluation de la politique stratégique des dirigeants, coûts de supervision du management pour garantir une remontée de l'information comptable, coûts subordonnés à la cohésion du groupe de contrôle (relations entre actionnaires, assemblées, batailles de procuration) – ainsi que des coûts variables représentant la faisabilité et la capacité tant sociologique qu'organisationnelle à former une collusion entre actionnaires – les coûts d'information et de dissémination de cette information aux membres de la collusion¹⁸⁰. Le simple fait de l'éventualité de constitution de la coalition suffit à la définir proprement du fait d'incitations fortes à la mettre en œuvre pour défendre les intérêts du groupe.

Il n'en demeure pas moins que l'appréciation du degré de contrôle se doit d'être associée au degré de dispersion de l'actionnariat.

H.M.S.O. [1988] utilise comme variable pertinente du contrôle la présence aux décisions de la firme : un individu ou un groupe d'actionnaire détiennent le contrôle de la firme lorsque leur

¹⁸⁰ Les coûts fixes de coalition dépendent du type d'actionnaires participant au groupe de contrôle, ces coûts étant plus faibles par exemple pour des institutionnels que pour des investisseurs individuels. Quant aux coûts variables, ils peuvent être réduits par la présence d'intérêts convergents ou de relations individuelles entre actionnaires, par l'existence de mandats croisés d'administrateurs, ces coûts devenant rapidement exponentiels de par la difficulté croissante à partir d'une certaine taille de la coalition à faire émerger des intérêts communs et à disséminer l'information à ses membres, Leech [1987a], pages 231-232.

participation excède les pouvoirs de vote combinés de l'ensemble des actionnaires représenté habituellement lors conseils d'administration.

Quant à Jacquemin et de Ghellinck [1980], ils hiérarchisent la nature du contrôle en considérant les deux premiers actionnaires des sociétés (tableau 2.6) :

Tableau 2. 6 – Nature du contrôle selon Jacquemin et de Ghellinck [1980]

Nature du contrôle	Description	
	Premier actionnaire	Second actionnaire
Majorité	Majorité des titres (plus de 50%)	<50% de la participation du premier actionnaire
Majorité avec influence	Majorité des titres (plus de 50%)	≥50% de la participation du premier actionnaire
Minorité	Participation comprise entre 5% et 50%	<50% de la participation du premier actionnaire
Minorité avec influence	Participation comprise entre 5% et 50%	≥50% de la participation du premier actionnaire
Interne avec influence	Aucun actionnaire ne détient plus de 5% du capital	<50% de la participation du premier actionnaire
Interne avec influence	Aucun actionnaire ne détient plus de 5% du capital	≥50% de la participation du premier actionnaire

Les auteurs opposent deux méthodes usuelles de détermination du type de contrôle des sociétés : « *On the one hand a more or less mechanical statistical criterion namely the percentage of shares which is owned by the largest holder or the largest holders, is usually utilized. [...] A second but more painful way of locating control in any given corporation is therefore to adopt a case by case approach in order to identify who really exercises control over the firm and manages it.* », (Jacquemin et de Ghellinck [1980], page 86).

La détermination de la structure de contrôle de notre échantillon s'appuie sur ces remarques essentielles puisque nous construisons notre base de données en recherchant le propriétaire ultime pour chaque participation, et en usant de mesures de contrôle prenant en compte la dispersion de l'actionnariat.

UNE TYPOLOGIE DES FIRMES EN FONCTION DE LEUR MODE DE CONTRÔLE

Parallèlement aux conceptions structuralistes et comportementalistes de l'autorité, nous pouvons distinguer deux approches principales des modes de contrôle : la première approche caractérise la forme organisationnelle de la firme comme vecteur informationnel et de contrôle, tandis que la seconde approche prend comme point d'analyse l'identité et la participation des actionnaires comme mesures du degré de contrôle.

A. L'APPROCHE ORGANISATIONNELLE DE LA FIRME : UNE STRUCTURE INTERNE INFORMATIONNELLE ET DE CONTRÔLE

Williamson et Bhargava [1972] établissent une typologie des structures organisationnelles des firmes, en fonction des mécanismes informationnels et de contrôle internes à la firme. Les auteurs distinguent ainsi six catégories d'organisation interne.

La forme U – unitaire – représente la structure fonctionnelle traditionnelle dont la caractéristique majeure est de permettre le principe de spécialisation au sens smithien ou taylorien du terme.

La forme H – holding – caractérise les sociétés de participation organisées sous forme divisionnelle mais ne disposant pas de l'appareil de contrôle interne de la forme multidivisionnelle.

La forme M – multidivisionnelle – regroupe les firmes organisées non seulement sous la forme divisionnelle mais présentant également une séparation distincte entre les centres de décisions opérationnels et stratégiques. Ces firmes se caractérisent en plus par un système de contrôle systématique basé sur des audits internes, une analyse des externalités par centre de gestion, et une manipulation centrale des systèmes d'incitation affectant les directions des divisions.

La forme M' indique les entreprises en situation transitionnelle vers la forme multidivisionnelle.

La forme \bar{M} configure une entreprise de forme multidivisionnelle '*corrompue*' dans la mesure où l'appareil de contrôle est présent mais la séparation entre les centres de décisions opérationnelles et stratégiques absente, la direction centrale étant surimpliquée sur le plan opérationnel.

La forme X enfin caractérise les structures organisationnelles hybrides combinant plusieurs des catégories précédentes.

Selon Williamson [1970], [1975] les firmes organisées sous la forme M devraient être plus performantes que les autres dans de nombreuses situations¹⁸¹, l'environnement et les caractéristiques de la firme ayant un impact significatif. La firme unitaire – forme U – peut toutefois être optimale en deçà d'une certaine taille et d'un certain niveau de diversification de ses activités. Au-delà, les firmes multidivisionnelles prennent l'avantage de par leur appareil informationnel atténuant les pertes de contrôle interne, de la séparation des directions stratégiques et opérationnelles et par l'internalisation de certains échecs des marchés de capitaux externes. Steer et Cable [1978] confirment l'interaction entre la forme organisationnelle et la performance. Sur la base d'une analyse dichotomique entre firmes de forme optimales – firmes M et certaines firmes U en fonction de leurs caractéristiques environnementales – et firmes de forme non optimale – firmes H , \bar{M} et la seconde partie des firmes U – les firmes optimales présentent des taux de marge et de profit supérieurs à ceux des firmes non optimales respectivement de l'ordre de 6-9 points et 2-3 points, relativement à des moyennes de 16.9% et 6.0%.

Armour et Teece [1978] confirment ces résultats pour un échantillon de 28 sociétés pétrolières sur la période 1955-1973, les sociétés de forme M présentant des taux de profit supérieurs de près de 2.08% relativement à une moyenne de 7.67%. En revanche, les auteurs montrent un avantage transitoire indiquant probablement une réorganisation des firmes moins performantes. Teece [1981] trouve des résultats similaires pour un échantillon de 36 firmes sur la période 1922-1976 : les firmes M ont des taux de rentabilité économique et des fonds propres supérieures respectivement de 1.22% et 2.37%.

Enfin, Hill [1985b] conforte empiriquement les hypothèses selon lesquelles la forme organisationnelle M est supérieure aux autres, que les firmes H sont plus sujettes aux crises financières, que les firmes en transition (M') présentent les plus faibles taux moyens de profit, et que les firmes de type \bar{M} arborent les taux de croissance les plus importants.¹⁸²

A l'inverse, Hill [1985a] et Hoskisson [1987] apportent des éléments pondérant la prééminence de la forme M .

D'une part, Hill [1985a] suggère principalement que la pression en termes de profits du haut management sur les directions des filiales de la société aboutit pour ces dernières à adopter

¹⁸¹ Excepté pour des secteurs industriels où l'organisation sous forme divisionnelle est coûteuse – industries lourdes organisées suivant le processus de production – ou encore pour des firmes où l'innovation rapide peut remettre en cause l'existence de certaines divisions, Steer et Cable [1978], page 17.

¹⁸² L'échantillon d'analyse comporte 144 sociétés sur la période 1980-1981, Hill [1985b], pages 212-215.

une stratégie de profitabilité court terme au détriment de l'investissement et de l'efficacité à long terme.

D'autre part, Hoskisson [1987] détermine une relation non significative entre la structure organisationnelle *per se* et la performance des firmes. L'influence de la forme multidivisionnelle est plutôt contingente aux stratégies poursuivies par les sociétés – de manière positive pour les firmes opérant une diversification liée, et négative pour les sociétés suivant des stratégies de diversification non liée ou d'intégration verticale ; la source principale d'inefficacité de la forme *M* se situerait dans l'interdépendance des divisions empêchant une allocation des ressources optimales¹⁸³.

B. L'APPROCHE TRADITIONNELLE DU CONTRÔLE : PARTICIPATION ET IMPLICATION DES ACTIONNAIRES

La seconde approche du contrôle s'inscrit plutôt dans une perspective comportementaliste, définissant l'autorité au sein de l'organisation comme résultante d'une force incitatrice (le degré de participation au capital de la société) et d'une attitude d'implication dans l'activité de contrôle.

Pour exemple, Berle et Means [1932] déterminent une classification des firmes en fonction de cinq niveaux de concentration de l'actionnariat : (1) le contrôle de la quasi totalité de la propriété de la firme, (2) le contrôle majoritaire, (3) le contrôle par mécanisme légal – par exemple en obtenant un pourcentage de contrôle par l'intermédiaire d'une société consolidante, (4) le contrôle minoritaire – individu ou groupe détenant une participation minoritaire suffisante pour dominer la société et enfin (5) le contrôle managérial décrivant une firme au capital très dilué octroyant de fait aux dirigeants un pouvoir discrétionnaire fort.

Dans la même lignée, Monsen et Downs [1965] établissent une typologie de cinq types de firmes : (1) les firmes dirigées par les propriétaires, (2) les firmes managériales – les dirigeants ne possédant pas de droits de contrôle – au capital diffus, (3) les firmes managériales au capital fortement concentré impliquant une activité présumée de contrôle de la part des actionnaires importants, (4) les firmes sans droits de propriété – usuellement les sociétés à but non lucratif et (5) les firmes à contrôle fiduciaire – leur but premier n'étant pas la perception de revenus ou de gains en capital, par exemple les compagnies d'assurances mutuelles.

¹⁸³ L'étude porte sur un échantillon de 62 firmes d'études précédentes.

A partir des mesures du degré de concentration du capital et du degré de contrôle exercé, il est donc possible d'établir une typologie des types de contrôle (encadré 2.3, tableaux 2.7 et 2.8). Les deux dimensions prises en compte réfèrent pour la première au degré de cloisonnement du capital et pour la seconde au degré d'implication des actionnaires au sein du processus de décision.

Encadré 2. 3 – Une typologie du contrôle fonction des degrés de concentration du capital et d'implication des actionnaires contrôlant

Cet encadré repose principalement sur les travaux de McEachern [1975], Mintzberg [1983] et Chaganti et Damanpour [1991].

Mintzberg [1983] définit ainsi quatre types de structure de propriété.

Tableau 2. 7 – Typologie du contrôle – Grille de Mintzberg [1983]

		Degré de concentration du capital	
		<i>Capital concentré</i>	<i>Capital dilué</i>
Degré d'implication	<i>Forte implication</i>	A	B
	<i>Détachement</i>	C	D

Plus les actionnaires sont impliqués dans le processus de décision et plus le capital est concentré entre leurs mains, plus grand devrait être leur pouvoir d'influence au sein de la firme – type A.

Chaganti et Damanpour [1991] regroupent l'apport de McEachern [1975] et de Mintzberg [1983] et approfondissent la classification des firmes en fonction de leur mode de contrôle.

Tableau 2. 8 – Typologie du contrôle – Grille de Chaganti et Damanpour [1991]

		Degré de concentration du capital	
		<i>Capital concentré</i>	<i>Capital dilué</i>
Degré d'implication	<i>Forte implication</i>	Firmes contrôlées	Contrôle managérial avec contrainte externe forte
	<i>Détachement</i>	Contrôle externe	Contrôle managérial avec contrainte externe faible

▪ Firmes contrôlées

Selon la grille d'analyse de Mintzberg [1983], les firmes contrôlées se caractérisent par un capital fortement concentré ainsi qu'une implication prépondérante dans le processus de décision des propriétaires de la firme, l'archétype extrême étant l'entreprise patrimoniale. Ce type de contrôle se définit habituellement par la mesure du pourcentage de détention du capital détenu par l'actionnaire – ou un groupe d'actionnaires – principal(aux) relativement à un standard fixé de manière arbitraire – 5, 10 ou 20%.

Selon Cubbin et Leech [1983], les études empiriques utilisant un critère fixe de classification¹⁸⁴ opèrent une analyse manichéenne des modes de contrôle des firmes – firmes contrôlées (de types (1) à (4) selon la typologie de Berle et Means [1932]) ou managériales (de type (5)) – et surtout biaisée¹⁸⁵ puisque occultant l'interdépendance entre les caractéristiques de concentration du capital et le contrôle. Cubbin et Leech [1983], puis Leech et Leahy [1991] proposent de définir le contrôle d'une firme en fonction du degré de contrôle requis pour l'obtention d'une majorité simple au sein de la firme, ce qui permet de déterminer une règle de décision variable en fonction du degré de dilution du capital.

▪ Contrôle externe

Le contrôle externe fait référence à la définition de McEachern [1975] correspondant à la catégorie de firmes ayant un actionnariat restreint mais peu impliqué. Ce type de firmes est dirigé par un management professionnel, les actionnaires principaux lui déléguant un nombre important de prérogatives tout en conservant un pouvoir de contrôle en cas de désaccords majeurs ou dans un but d'influence.

¹⁸⁴ Pour une recension de diverses études de classification fixe des modes de contrôle, se référer à Cubbin et Leech [1983], page 352.

¹⁸⁵ Leur analyse porte sur 85 compagnies britanniques sur la période 1970, et montre une divergence notable de classification entre les firmes contrôlées et celles à contrôle managérial, Cubbin et Leech [1983], pages 363-365.

▪ Contrôle managérial et contrainte externe

Le contrôle managérial¹⁸⁶ se définit en opposition aux firmes contrôlées par un degré élevé d'indépendance de la direction dans la conduite et la prise de décision de l'entreprise, la dilution du capital n'apportant pas de contreponds suffisant aux choix des dirigeants en dehors de divergences notables entre la direction et les actionnaires.

En revanche, le degré d'implication des actionnaires peut atténuer le pouvoir discrétionnaire des dirigeants. Pour Chaganti et Damanpour [1991], un actionnariat dispersé n'implique pas obligatoirement une diminution des contraintes externes pour les dirigeants. Cette contrainte externe provient de l'existence d'un groupe d'influence au pouvoir de contrôle latent permettant d'astreindre les dirigeants à moduler leurs décisions stratégiques en fonction des intérêts de ce groupe de contrôle. Le poids de cette contrainte externe dépend du degré d'implication de ce groupe d'influence, l'effectivité de son pouvoir latent dépend d'un comportement opportuniste actif.

Chaganti et Damanpour [1991] distinguent ainsi les firmes à contrôle managérial avec contrainte externe forte de celles avec contrainte externe faible suivant la proportion de capital détenue par les institutionnels dont le degré d'implication dans le processus de décision des firmes et le pouvoir latent dont ils disposent trouvent écho dans leur position stratégique en terme de groupe de pression.

▪ Contrôle et choix des règles de discrimination

Leech et Leahy [1991] montrent que la constitution éventuelle de groupes d'actionnaires ne permet pas de discriminer les firmes à contrôle actionnarial de celles à contrôle managérial puisqu'il est toujours possible de trouver une solution d'équilibre telle qu'il existe un nombre d'actionnaires suffisant permettant la constitution d'un groupe de contrôle.¹⁸⁷

Le type de contrôle des sociétés est usuellement déterminé afin de mettre en avant une forme de contrôle optimale eu égard au critère de performance retenu.

Pour Monsen et Downs [1965] du fait de la poursuite d'intérêts privés de l'ensemble de la pyramide hiérarchique, l'attitude relativement conservatrice de l'équipe dirigeante des firmes à contrôle managérial de manière à répondre aux exigences du comportement de '*satisficer*' des actionnaires conduit à une performance et une croissance inférieures que celles qui pourraient être obtenues par une politique pure de maximisation du profit.

Après avoir contrôlés le degré de concentration de l'actionnariat, le taux de croissance, la marge opérationnelle, l'actif employé et le capital investi, Kamerschen [1968] ne trouve pas

¹⁸⁶ Pour Berle et Means [1932], le contrôle managérial est une catégorie résiduelle des modes de contrôle définissant une firme ou aucun individu ni groupe n'est en position de dominer la compagnie par la propriété, le contrôle étant alors détenu par les dirigeants.

¹⁸⁷ Pour exemple, Leech [1987b] montre que 77% sur un échantillon de 200 firmes non financières peuvent être contrôlées par une coalition de contrôle regroupant 20 participations au maximum.

de lien significatif entre le taux de profit des firmes et leur type de contrôle – managérial ou non.¹⁸⁸

S’inscrivant dans le corpus des théories managériales, Radice 1971 vérifie le modèle de Marris [1964] en étudiant profitabilité et croissance des firmes de taille importantes en fonction de leur type de contrôle. Les firmes contrôlées connaissent ainsi un taux de profit annuel moyen supérieur à celui des firmes managériales (respectivement 16.81% et 12.40%), de même pour le taux de croissance (10.42% et 6.84%).¹⁸⁹

Holl [1975] confirme ces résultats en précisant la stabilité de la performance des firmes managériales, présentant une variance des taux de profit inférieure, sans toutefois que les différences soient statistiquement significatives.

De même, Steer et Cable [1978] confirment les résultats de Radice [1971], la performance de la firme étant cependant liée pour deux tiers à la structure organisationnelle, et pour un tiers au mode de contrôle des actionnaires.

Leech et Leahy [1991] montrent que les firmes contrôlées sont plus performantes sur le plan financier que les firmes à contrôle managérial : leurs marges de profit sont supérieures de 1.89%, le rendement des fonds propres excède de 4.54%, le taux de croissance annuel des ventes est supérieur de 5.06% et celui des actifs nets est supérieur de 10.59%.¹⁹⁰ Les firmes contrôlées ont à la fois de meilleurs taux de profit et de croissance.

2. LE RÔLE CENTRAL DU DROIT DE VOTE ET LA VALORISATION DES DROITS DE CONTRÔLE

Le droit de vote étant un élément central de l’acquisition du contrôle d’une société, nous nous interrogeons sur l’impact d’une divergence prononcée des droits de créance et des droits de vote dans une société¹⁹¹. On peut supposer en effet des comportements différents pour le détenteur d’une partie des deux types de droits en raison de leurs différences quant à l’objet sur lequel ils s’appliquent. Stulz [1988] arrose un effet positif incitatif à la

¹⁸⁸ Taux de profits annuels calculés sur un échantillon de 200 firmes non financières sur la période 1969-1963.

¹⁸⁹ L’échantillon d’analyse repose sur 86 firmes britanniques étudiées sur la période 1957-1967.

¹⁹⁰ L’échantillon d’analyse porte sur 470 firmes britanniques sur la période 1983-1985, Leech et Leahy [1991], page 1421.

¹⁹¹ Husson, Jacquillat et Schintowski [1987] rappellent la création en France par le législateur d’une catégorie de titres privés de droits de vote – actions à dividende prioritaire sans droit de vote, titres participatifs et certificats d’investissement, la loi du 3 janvier 1983 autorisant leur émission dans une proportion ne pouvant être supérieure au quart du capital social.

concentration des droits de créance, l'effet négatif de l'enracinement se déduisant de la concentration des droits de vote.

LA VALORISATION THÉORIQUE DES ACTIONS À DROITS DE VOTE DIFFÉRENCIÉS

« [...] voting is a means for acquiring control with less than a majority of the equity. », Harris et Raviv [1988], page 204 citant Manne [1964], [1965].

Harris et Raviv [1989] perçoivent l'allocation des droits de contrôle et pécuniaires résiduels comme la résultante de considérations de pouvoir dans l'organisation et déterminante dans la résolution de conflits potentiels entre actionnaires de contrôle et investisseurs externes. Pour les auteurs, la répartition des deux types de droit est fondamentalement plus enrichissante que l'approche traditionnelle de la structure du capital en terme de ratios de structure, et constitue un premier pas vers l'intégration des théories financières sur la gouvernance d'entreprise et la structure de propriété.

Nous présentons dans un premier temps les modélisations ayant conduit à la désignation de configurations optimales des capitaux propres pour souligner l'existence d'une prime de contrôle illustrant l'importance d'une analyse en termes de droits de vote.

L'OPTIMALITÉ DE LA RÈGLE UNE ACTION-UN DROIT DE VOTE : LE MODÈLE DE GROSSMAN ET HART [1988]

Grossman et Hart [1988] modélisent la valorisation des droits de vote associés aux titres en capital selon une analyse orientée en direction du marché du contrôle, reprenant à leur compte l'assertion de Easterbrook et Fischel [1983], page 403, selon laquelle « [...] *the main impact of a firm's security-voting structure will be in its influence on the market for corporate control* [...] ». L'objectif des auteurs est de démontrer l'optimalité de la règle une action-un droit de vote et des conditions pour lesquelles la règle simple de majorité prévaut.

La valeur des droits de vote est associée au mécanisme de la prise de contrôle dans la mesure où la réussite de celle-ci est fortement dépendante de la structure des droits de vote de la firme.

Grossman et Hart [1988] définissent deux types de bénéfices du contrôle : des bénéfices privés (bénéfices que les dirigeants ou l'acquéreur s'approprient, sans que les autres

actionnaires ne puissent les obtenir) et des bénéfices communs liés à la distribution des profits de la firme à proportion due de la participation de tout un chacun au capital. La subjectivité des bénéfices privés (puisqu'elle dépendant des fonctions d'utilité individuelles) implique alors que la structure des droits de vote altère la concurrence entre acquéreurs aux bénéfices privés potentiels importants. L'encadré suivant expose leur raisonnement.

Encadré 2. 4 – Le modèle de Grossman et Hart [1988]

Cet encadré repose sur Grossman et Hart [1988].

Présentation du modèle

▪ Les agents

Le modèle considère un entrepreneur décidant la cession de son entreprise et désirant en maximiser la valeur de marché. Pour ce faire, les auteurs supposent que l'entrepreneur crée deux classes d'actions A et B , octroyant droits aux dividendes s_A et s_B et droits de vote v_A et v_B ($s_A + s_B = 1, v_A + v_B = 1, v_A \geq v_B$), et décide de la majorité qualifiée α nécessaire à l'éviction de l'équipe dirigeante en place (par hypothèse ($0,5 \leq \alpha \leq 1$)). Il met ensuite en place une équipe dirigeante et vend l'ensemble de ses titres à une multitude d'actionnaires individuels.

Une seconde équipe tente d'obtenir le contrôle de la société au moyen d'une prise de contrôle. On suppose qu'il n'existe que deux candidats potentiels à la direction de l'entreprise : l'équipe en place I et l'équipe rivale R , chacune apportant sa compétence dans la réalisation de la valeur de marché de la firme (respectivement (y^I, y^R)) et un potentiel de bénéfices privés (respectivement (z^I, z^R)). Ces caractéristiques sont connaissance commune avant que R ne fasse d'offre publique et que I décide de renchérir ou non.

▪ La séquence d'événements

Période 0 – Création et cession de la société

L'entrepreneur émet deux classes de titres différentes $(s_A, v_A), (s_B, v_B)$, statue la majorité de contrôle qualifiée α , nomme une équipe dirigeante I et cède l'intégralité du capital à une multitude de petits actionnaires.

Période 1

Les variables (y^I, y^R, z^I, z^R) sont rendues publiques.

Une équipe rivale R émet une offre publique d'achat dans l'objectif d'acquérir le contrôle de la société.

L'équipe en place I décide de s'opposer ou non à la prise de contrôle en renchérissant.

Les investisseurs individuels répondent à l'offre simultanément en apportant leurs titres ou non au meilleur enchérisseur, dans l'ignorance que leur décision puisse avoir un impact sur la valeur des titres.

Résultats théoriques principaux

L'hypothèse de connaissance commune des rendements futurs implique que les candidats au contrôle n'effectuent jamais d'offre inférieure à la valeur du bénéfice distribué de la firme. Il en ressort que le succès d'une prise de contrôle dépend de la prime de contrôle attachée uniquement aux droits de vote et aux bénéfices privés de l'acquéreur.

Grossman et Hart [1988] considèrent deux cas possibles : les offres partielles et les offres totales. Le premier type possède l'avantage pour l'acquéreur d'acheter uniquement la part des titres nécessaire au contrôle. Cependant, l'appropriation des bénéfices privés peut nécessiter la fusion entre la société de l'acquéreur et la société cible (il s'agit notamment du cas où la réalisation des bénéfices privés provient de synergies entre les deux sociétés). L'offre partielle n'est plus suffisante, la fusion ultérieure permet alors d'assimiler ce cas de figure à une offre totale se déroulant par étapes successives¹⁹².

▪ Cas où les acquéreurs potentiels ne peuvent effectuer d'offre partielle

L'offre partielle n'étant pas possible, les candidats effectuent une offre totale pour chaque classe de titres. Grossman et Hart [1988] distinguent alors les succès des offres potentielles conditionnellement aux bénéfices privés des acquéreurs et à la performance de chaque équipe relativement aux profits distribués. Le raisonnement est simple : lorsque les bénéfices privés de l'équipe concurrente seule sont négligeables, l'équipe en place conserve le contrôle sous condition qu'elle soit plus performante (puisqu'elle peut se permettre de faire une offre supérieure sans perte en capital). Si elle est moins performante que l'équipe concurrente, elle conserve toutefois le contrôle si la prime qu'elle octroie pour compenser un bénéfice distribuable moindre (de fait une perte en capital notée L sur l'acquisition des actions portées à l'offre) est inférieure à la valeur actuelle de ses bénéfices privés. Le raisonnement est identique lorsque les bénéfices privés de l'équipe en place seule sont négligeables. Lorsque les deux équipes dirigeantes réalisent des bénéfices privés négligeables, le contrôle est acquis par l'équipe la plus performante.

Enfin, lorsque les deux acquéreurs potentiels peuvent tous deux réaliser des bénéfices privés, le contrôle de l'une ou l'autre équipe dépend de leurs caractéristiques et la règle 'une action – un droit de vote' n'est plus forcément optimale.

Par exemple, dans le cas d'un rival réalisant une performance et des bénéfices privés largement supérieurs à l'équipe en place, la valeur d'acquisition proposée dans le cadre de la règle 'une action – un droit de vote' sera exactement la valeur du bénéfice distribuable. En revanche, si l'on suppose que la classe d'actions A dispose de l'intégralité des droits de vote mais d'aucun droit au bénéfice et inversement pour la classe B , le rival devra seulement concurrencer l'équipe dirigeante en place dans l'acquisition des droits de vote de la classe A sous peine de ne pouvoir bénéficier de l'appropriation des bénéfices privés et donc offrir au minimum la valeur des bénéfices privés de l'équipe en place. Il en ressort une plus grande valeur de marché de la firme dans le second cas que dans le premier, puisque l'on a :

Valeur du bénéfice distribuable du rival + Valeur des bénéfices privés de l'équipe en place > Valeur du bénéfice distribuable du rival

Inversement, si le rival réalise une performance moindre mais peut s'approprier des bénéfices privés plus importants que l'équipe dirigeante en place, la déviation de la règle 'une action –

¹⁹² Et ce d'autant plus que les actionnaires minoritaires ayant été rejetés de l'offre partielle première pourront réclamer auprès des tribunaux un juste prix équivalent en cas d'acquisition ultérieure de leurs actions.

un droit de vote' peut permettre au moins offrant d'obtenir le contrôle de la société, diminuant par suite sa valeur de marché.

Grossman et Hart [1988] résolvent ce problème en considérant « *In practice [...] the extraction of large private benefits from a public company is relatively unlikely, and so securityholders cannot be confident that both parties to a control contest will have substantial private benefits. Under these conditions [...] one share-one vote will be the optimal security structure.* » (Grossman et Hart [1988], page 181).

Le tableau 2.9 résume les différents cas possibles.

Tableau 2. 9 – Contrôle final de l'entreprise en présence d'offres totales selon le modèle de Grossman et Hart [1988]

	$y^R > y^I$	$y^R \geq y^I$	$y^R \leq y^I$	$y^R < y^I$
Cas 1.	z ^I est négligeable par rapport à y ^R , y ^I et z ^R		R obtient le contrôle de la société	R obtient le contrôle de la société I obtient le contrôle de la société
				$z^R > L^*$ $z^R \leq L^*$
Cas 2.	z ^R est négligeable par rapport à y ^R , y ^I et z ^I		I obtient le contrôle de la société R obtient le contrôle de la société	I obtient le contrôle de la société
				$z^I > L^{**}$ $z^I \leq L^{**}$
Cas 3.	z ^R et z ^I sont significatifs par rapport à y ^R , y ^I			
	L'optimalité de la règle 1 action - 1 droit de vote est remise en cause. Le contrôle de l'une ou l'autre équipe dépend de leurs niveaux respectifs de bénéfices privés et de réalisation du bénéfice distribuable. Grossman et Hart, 1988 considèrent ce cas peu probable (l'acquéreur extérieur n'est en effet jamais certain ex ante de la réalisation de ses bénéfices privés en tant que nouvelle équipe dirigeante).			
Cas 4.	z ^R et z ^I sont négligeables par rapport à y ^R , y ^I		R obtient le contrôle de la société	I obtient le contrôle de la société
	*	L'acquisition des titres de classe A est suffisante pour obtenir le contrôle		L'acquisition des titres de classe A est insuffisante pour obtenir le contrôle
		$V_A > \alpha$ $L = S_A \cdot y^I - y^R $	$V_A < \alpha$ $L = y^I - y^R $	
	**	L'acquisition des titres de classe A est suffisante pour obtenir le contrôle		L'acquisition des titres de l'une des deux classes est suffisante pour le contrôle
		$V_B < 1 - \alpha$ $L = S_A \cdot y^I - y^R $	$V_B \geq 1 - \alpha$ $L = \min(S_A, S_B) \cdot y^I - y^R $	

L'implication finale sur la structure de vote est que la règle 'une action - un vote' est dominante dans presque tous les cas, dans la mesure où elle exacerbe la concurrence des acquéreurs potentiels sur le plus grand nombre de titres.

▪ **Cas où les acquéreurs potentiels peuvent effectuer des offres partielles**

Grossman et Hart [1988] distinguent deux possibilités :

- Seule l'équipe dirigeante en place peut proposer une offre partielle, l'équipe concurrente devant par exemple effectuer une fusion ultérieure pour s'approprier ses bénéfices privés.
- Les deux équipes peuvent proposer des offres partielles.

La résolution du succès des offres des deux équipes concurrentes reste similaire, la possibilité de proposer une offre partielle permet dans le premier cas à l'équipe dirigeante en place de s'opposer à moindre coût à la prise de contrôle de l'équipe rivale (cas 2, tableau

2.10) ; dans le second cas à l'équipe rivale de prendre le contrôle à moindre coût (cas 1, tableau 2.11).

Tableau 2. 10 – Contrôle final de l'entreprise en présence d'offre partielle de l'équipe dirigeante en place selon le modèle de Grossman et Hart [1988]

Seule l'équipe en place peut proposer une offre partielle			
	$y^R > y^I$	$y^R \geq y^I$	$y^R \leq y^I$
Cas 1-3-4.	Idem - Confère tableau suivant		
Cas 2.	I obtient le contrôle de la société	$z^I > L^*$	I obtient le contrôle de la société
z^R est négligeable par rapport à y^R , y^I et z^I	R obtient le contrôle de la société	$z^I \leq L^*$	
	*	$S_A/V_A \leq S_B/V_B$	$S_A/V_A > S_B/V_B$
		$v_B \geq (1-\alpha)$	$v_B < (1-\alpha)$
		$L = (1-\alpha) \cdot (S_A/V_A) \cdot y_R - y_I $	$L = (1-\alpha) \cdot (S_B/V_B) \cdot y_R - y_I $
			$L = \{S_B + (1-\alpha \cdot v_B) \cdot (S_A/V_A)\} \cdot y_R - y_I $

Tableau 2. 11 – Contrôle final de l'entreprise en présence d'offres partielles des deux équipes concurrentes selon le modèle de Grossman et Hart [1988].

Les deux équipes peuvent proposer des offres partielles			
	$y^R > y^I$	$y^R \geq y^I$	$y^R \leq y^I$
Cas 1.	z^I est négligeable par rapport à y^R , y^I et z^R	R obtient le contrôle de la société	R obtient le contrôle de la société $z^R > L^*$ I obtient le contrôle de la société $z^R \leq L^*$
Cas 2-3-4.	Idem - Confère tableau suivant		
	*	$S_A/V_A \leq S_B/V_B$	$S_A/V_A > S_B/V_B$
		$v_A \geq \alpha$	$v_A < \alpha$
		$L = \alpha \cdot (S_A/V_A) \cdot y_R - y_I $	$L = \{S_A + (\alpha \cdot v_A) \cdot (S_B/V_B)\} \cdot y^I - y^R $
			$L = \{S_B + (\alpha \cdot v_B) \cdot (S_A/V_A)\} \cdot y^I - y^R $

Le nombre de titres que choisissent d'attirer les offreurs à la prise de contrôle dépend alors du rapport entre les droits pécuniaires et les droits de contrôle $(s_A/v_A ; s_B/v_B)$.

Le modèle de Grossman et Hart [1988] a le mérite d'offrir une conclusion simple à l'optimalité de la règle 'une action – un droit de vote' : elle augmente la valeur d'extraction des bénéficiaires privés de l'équipe gagnante en augmentant la valeur de L , la prime de contrôle compensant la piètre compétence de l'acquéreur.

En revanche, on déduit aisément de la possibilité d'offre partielle simple un seuil optimal de majorité qualifiée de 50%, et de la possibilité d'offres partielles doubles un seuil optimal conditionnel de 50% pour le cas 1 et de 100% pour le cas 2. Grossman et Hart [1988] mettent ainsi en évidence une optimalité conditionnelle aux bénéficiaires privés des acquéreurs du seuil de majorité.

L'OPTIMALITÉ DU SEUIL DE MAJORITÉ SIMPLE : LE MODÈLE DE HARRIS ET RAVIV [1988]

« We view the design of corporate securities as solving the problem of raising funds while minimizing conflicts of interest arising from private benefits of control. », Harris et Raviv [1988], page 258.

Harris et Raviv [1988] s'inscrivent dans la lignée de l'analyse de Grossman et Hart [1988] avec trois apports principaux :

- (1) Les investisseurs ont conscience de l'impact de leur réponse à l'offre sur la valeur des titres. Autrement dit, certains investisseurs sont pivots dans la réussite de l'un ou l'autre des acquéreurs potentiels lorsque le vote est serré.
- (2) Les auteurs analysent non seulement l'influence des règles de majorité simple ($\alpha = 1/2$), de super majorité ($\alpha > 1/2$) mais également de sous majorité¹⁹³ ($\alpha < 1/2$).
- (3) Les investisseurs ne raisonnent plus sur la base des actions individuelles, mais de portefeuilles de différentes classes d'actions émises par la même société.

L'objectif des auteurs est de démontrer la supériorité de la règle 'une action – un droit de vote' et du seuil de majorité simple sur le bien être social. Le raisonnement est simple : ces deux schémas de gouvernance permettent aux équipes dirigeantes les plus compétentes d'acquérir le contrôle de la société. Inversement, l'émission de classes multiples d'actions et l'instauration de règles de majorité non simples sont sous-optimales au sens où elles peuvent aboutir à l'élection d'une équipe dirigeante moins performante à la tête de l'entreprise. Ainsi, la règle de super majorité confère un avantage d'enracinement à l'équipe dirigeante en place tandis qu'une règle de sous majorité avantage une équipe extérieure concurrente. Au contraire de la règle de majorité simple qui traite l'ensemble des candidats contrôlant potentiels de manière symétrique. L'encadré suivant expose leur raisonnement.

¹⁹³ « A submajority rule is a voting rule that authorizes (i) a predefined numerical minority within a designated voting group (ii) to change the status quo (not merely to prevent change) (iii) regardless of the distribution of other votes. », (Vermeule [2004], page 4). Autrement dit, une règle de sous majorité permet à un groupe d'actionnaires minoritaires de s'opposer à une décision votée par un groupe d'actionnaires concurrent, même si ces derniers totalisent un nombre de votes supérieur. Le lecteur pourra se référer avec profit à Vermeule [2004] pour une étude approfondie de la règle de sous majorité.

Encadré 2. 5 – Le modèle de Harris et Raviv [1988]

Cet encadré repose sur Harris et Raviv [1988], [1989].

Présentation du modèle**▪ Les agents**

Harris et Raviv [1988] considèrent une situation initiale identique à celle de Grossman et Hart [1988]. Un entrepreneur cède l'ensemble du capital de sa société en émettant un nombre C de classes d'actions caractérisées par leurs droits au cash-flow λ et leurs droits de vote v , avec $\sum_{c=1}^C \lambda^c = \sum_{c=1}^C v^c = 1$; $\lambda^c \geq 0$; $v^c \geq 0$. L'entrepreneur fixe statutairement le seuil de majorité α .

La valeur de la firme est $V = B + y$, avec y le profit distribué aux actionnaires à proportion due de leurs droits pécuniaires et B une composante représentative des bénéfices privés appropriables par l'équipe dirigeante. Chaque dirigeant m affecte différemment ces deux composantes, ($B(m) > 0, y(m) \geq 0$).

L'équipe dirigeante en place est indicée $m = j$, et l'équipe concurrente extérieure $m = r$.

N investisseurs individuels détiennent l'ensemble des titres de la firme une fois émis en portefeuilles non forcément similaires caractérisés par la participation totale λ_i du capital de la firme et la fraction de votes v_i associée, avec $\sum_{i=1}^N \lambda_i = 1; \sum_{i=1}^N v_i = 1$ et $\rho_i = \frac{\lambda_i}{v_i}$ le ratio des droits pécuniaires sur les droits de vote.

▪ La séquence d'événementsPériode 0 – Création et cession de la société

L'entrepreneur émet C classes de titres différentes, statue la majorité de contrôle qualifiée α , nomme une équipe dirigeante j et cède l'intégralité du capital à N actionnaires infinitésimaux.

Période 1

Les variables $(B(m), y(m))$ sont rendues publiques.

Une équipe rivale r émet une offre publique d'achat dans l'objectif d'acquérir le contrôle de la société.

L'équipe en place j décide de s'opposer ou non à la prise de contrôle en renchérissant.

Les investisseurs individuels répondent à l'offre simultanément en apportant leurs titres ou non au meilleur enchérisseur.

Résultats théoriques principaux

Chacun des acquéreurs potentiels désire obtenir le contrôle de la société au moindre coût. Or, la valeur d'une action pour un acquéreur consiste en la somme de sa valeur intrinsèque (droits pécuniaires sous son management) et la valeur de ses bénéfices privés. L'acquéreur peut donc obtenir une rente uniquement sur ses bénéfices privés, n'ayant aucune

valeur pour les actionnaires, et non sur la valeur intrinsèque de la firme puisqu'il doit la transférer aux actionnaires pour obtenir l'apport de leurs actions (dans le cas contraire, l'hypothèse de connaissance commune de $y(m)$ incite les actionnaires à adopter un comportement de passager clandestin, aboutissant à l'échec de l'offre).

La résolution du succès d'offres partielles découle d'un équilibre de Nash, dont la stratégie optimale pour les actionnaires est :

$$\max \sum_{m=j,r} \{ \delta_i(m) \cdot v_i \cdot t(m) \cdot p(m) \} + \{ \rho_i \cdot v_i \cdot y[w(\gamma)] \}$$

Avec :

- $\delta_i(m) \cdot v_i$, le nombre de droits de votes apportés à l'offre par l'investisseur i ,
- $t(m)$, la fraction de droits de votes levée par l'acquéreur,
- $p(m)$, le prix d'achat d'un droit de vote,
- $\rho_i \cdot v_i = \lambda_i$, la participation de l'actionnaire i dans le capital de la société,
- $y[w(\gamma)]$, les droits pécuniaires conditionnels au vainqueur de la prise de contrôle.

Le raisonnement est intuitif : chaque investisseur essaie de maximiser la valeur intrinsèque des droits pécuniaires de leur portefeuille et la valeur de la prime de contrôle associée aux droits de vote. Puisque les actionnaires peuvent disposer de multiples classes d'actions différant quant à leurs ratios droits pécuniaires/droits de vote, ils peuvent fractionner incidemment leur portefeuilles de titres entre les deux acquéreurs, en fonction de leurs primes respectives pour les droits pécuniaires et les droits de vote, et le ratio de chaque titre¹⁹⁴.

Harris et Raviv [1988] étudient deux cas possibles (tableau 2.12) :

L'équipe en place j est plus performante que l'équipe concurrente r ;

Et inversement.

Tableau 2. 12 – Solutions d'équilibre pour le succès de l'offre de l'équipe dirigeante concurrente dans le modèle de Harris et Raviv [1988]

Solutions d'équilibre pour que l'équipe concurrente obtienne le contrôle.

Equipe la plus performante	Conditions				
	(1) De contrôle	(2) Pour attirer l'actionnaire	(3) De coût minimum	(4) Prix de l'offre	(5) D'offre profitable
r	$\sum \delta_i(r) \cdot v_i = \alpha$	$t(r) \cdot p(r) \geq B(j)/(1-\alpha) - \rho_i \cdot \Delta y \cdot \delta_i(r)$	$R = \max_i [\min_i \{ \rho_i / \delta_i(r) \}]$ s.c. $\sum \delta_i(r) \cdot v_i \geq \alpha$	$P(\alpha, R) = \max \{ B(j)/(1-\alpha) - R \cdot \Delta y, 0 \}$	$B(r) \geq \alpha \cdot P(\alpha, R)$
j		$t(r) \cdot p(r) \geq B(j)/(1-\alpha) - J \cdot \Delta y$	$J = \max_i [\min_i \{ \rho_i / \delta_i(j) \}]$ s.c. $\sum \delta_i(j) \cdot v_i > 1 - \alpha$	$P(\alpha, J) = \max \{ B(j)/(1-\alpha) - J \cdot \Delta y, 0 \}$	

Description des conditions

- (1) Réfère simplement à la condition de réussite de l'offre : attirer un nombre de droits de vote suffisant pour atteindre le seuil de majorité α .
- (2) Réfère à la condition nécessaire pour que les actions d'un investisseur ne soient pas apportées à l'offre de j . Le prix d'achat des droits de vote plus la valeur intrinsèque proposée par r ¹⁹⁵ doit être au minimum supérieur à la prime maximale que peut proposer j : la valeur de ses bénéfices privés rapportée à la fraction de votes que j doit obtenir pour contrer l'offre.

¹⁹⁴ Autrement dit, l'investisseur effectue pour chaque classe de titres un arbitrage en sa valeur en termes de contrôle et sa valeur intrinsèque et apporte cette classe de titres à l'acquéreur le mieux offrant.

¹⁹⁵ En effet, on déduit aisément :

$$t(r) \cdot p(r) \geq B(j)/(1-\alpha) - \rho_i \cdot \Delta y \cdot \delta_i(r) \Leftrightarrow t(r) \cdot p(r) + \rho_i \cdot \Delta y \cdot \delta_i(r) \geq B(j)/(1-\alpha)$$

- (3) Réfère à la fraction de droits de vote permettant de minimiser le coût de l'opération pour r , autrement dit la classe d'actions au ratio droits pécuniaires/droits de vote pivot dans l'offre.
- (4) Indique le prix d'équilibre de l'offre de r .
- (5) Précise la condition pour que r accepte de faire une offre : le coût d'acquisition de la fraction α des droits de votes ne doit pas être supérieur aux bénéfices privés de r , seul moyen pour réaliser la rente de contrôle.

La bataille pour le contrôle des deux candidats conduit ainsi à ce que chaque concurrent se porte acquéreur d'un certain type de classe d'actions : l'acquéreur le moins performant s'approprie les titres au ratio droits pécuniaires/droits de vote le plus faible, minimisant ainsi le coût de l'opération puisqu'il accorde une compensation moindre à la diminution des droits pécuniaires pour un même niveau de droits de vote.

L'implication est majeure pour Harris et Raviv [1988] : la règle 'une action – un droit de vote' est optimale car si l'on en dévie, un acquéreur peu performant a une probabilité non nulle d'obtenir le contrôle de la société, pour peu qu'ils disposent de bénéfices privés importants, au détriment d'une équipe concurrente performante mais disposant de bénéfices privés moindres, par suite au détriment de la valeur de la firme¹⁹⁶.

Ainsi, la déviation d'une règle de majorité simple distord la situation d'une des équipes au détriment de l'autre, et peut conduire à une probabilité non nulle d'élection d'une équipe dirigeante peu performante.

Seule la mise en place de règles simples est donc socialement optimale¹⁹⁷.

LA STRUCTURE DU POUVOIR COMME DÉTERMINANT DE LA VALEUR DES DROITS PÉCUNIAIRES : LE MODÈLE DE ZINGALES [1995]

« Whether a company should be private or public, as well as the insiders's ownership in public companies, depends on the particular combination of majority control and dispersed ownership which maximizes the incumbent's wealth. », Zingales [1995a], page 425.

¹⁹⁶ Le lecteur averti pourra approfondir l'analyse avec le modèle de Harris et Raviv [1989], généralisant l'approche de Harris et Raviv [1988] en endogénéisant les caractéristiques pécuniaires et de contrôle des titres. Le résultat reste identique : « [...] a single voting security does not allow the acquisition of (cheap) votes without corresponding cash flows, and therefore best allocates the consequences of control choices to the parties with the power to determine control. », Harris et Raviv [1989], page 272.

¹⁹⁷ Harris et Raviv [1988] font état de trois critiques pouvant remettre en cause cette optimalité : l'existence d'offres différenciées pour les droits pécuniaires et les droits de vote, l'échange entre actionnaires avant l'opération et l'acquisition anonyme par l'une des équipes concurrentes d'une fraction des actions avant l'annonce d'une prise de contrôle.

Nous présentons ici l'intuition du modèle de Zingales [1995a], ainsi que la démonstration théorique de la valorisation du droit de vote opérée par Zingales [1995b].

Zingales [1995a] étudie la décision pour le propriétaire d'une société d'entrer en cotation. L'auteur montre que ce dernier optimisera la structure de propriété et de contrôle de sa société (décidera du niveau final de la proportion de droits pécuniaires et de droits de vote qu'il conservera) de manière à maximiser son profit de la vente des deux types de droits, pour les premiers à un actionnariat dispersé au travers d'un marché financier purement concurrentiel, pour les seconds à un actionnaire contrôlant désirant bénéficier de l'appropriation de bénéfices privés, sur un marché non parfaitement concurrentiel.

Comme la valeur des droits pécuniaires dépend également de la structure du pouvoir au sein de l'entreprise relativement à la structure de propriété (de manière négative et fonction croissante de la séparation entre la propriété et le contrôle¹⁹⁸), il s'agit donc pour le propriétaire de déterminer une structure optimale permettant de maximiser la valeur des droits pécuniaires et de la prime de contrôle.

Zingales 1995b étaye l'hypothèse que la prime de vote est une fonction croissante de deux facteurs : d'une part de la probabilité que les actions à droits de vote disponibles soient en position pivot en cas de prise de contrôle potentielle, autrement dit qu'elles la rendent possible¹⁹⁹, d'autre part des bénéfices privés de l'acquéreur potentiel. L'encadré suivant présente le raisonnement de l'auteur.

Encadré 2. 6 – Le modèle de Zingales [1995]

Cet encadré repose sur Zingales [1995b].

Zingales [1995b] considère non pas l'acquisition de blocs de titres comme seul moyen d'obtenir le contrôle d'une société mais le ramassage en bourse par une multitude de transactions de petites tailles auprès des actionnaires minoritaires. L'auteur en déduit que le cours des titres d'une firme comprend alors obligatoirement une composante 'prime de vote'.

Présentation du modèle

▪ Les agents

Les acquéreurs potentiels sont au nombre de deux et effectuent des offres publiques d'achat totales pour l'ensemble des classes d'actions, qu'elles possèdent ou non des différences en termes de droits de vote.

¹⁹⁸ *Confer* Jensen et Meckling [1976] par exemple.

¹⁹⁹ Plus précisément, un actionnaire est dit 'pivot' lorsque sa participation est telle qu'elle permette à une quelconque coalition d'actionnaires d'obtenir le contrôle majoritaire de la société.

Chaque acquéreur possède des bénéfices individuels privés au contrôle, notés B_i , avec $i = 1, 2$. En cas de réussite de l'offre, la nouvelle équipe dirigeante réalise des bénéfices disponibles y_i , que se partagent l'ensemble des actionnaires à proportion due de leur participation.

Une multitude d'actionnaires minoritaires qui répondent de manière positive ou non à la meilleure offre des deux acquéreurs.

▪ La séquence d'événements

Elle est on ne peut plus simple : les offres d'achat sont rendues publiques et les investisseurs décident d'apporter ou non leurs actions à l'échange.

Résultats théoriques principaux.

Zingales considère le cas où l'acquéreur 1 fait la meilleure offre. La réussite de l'opération est soumise à deux contraintes.

La première découle que l'offre doit inciter les actionnaires minoritaires à apporter leurs titres, autrement dit que le prix d'acquisition par action soit supérieur au bénéfice par action potentiel *ex post*, soit :

$$P_v \geq \frac{y_1}{N} \text{ pour les actions à droit de vote}$$

$$P_{nv} = \frac{y_1}{N} \text{ pour les actions sans droit de vote, avec } N \text{ le nombre total d'actions composant le capital de la société.}$$

La seconde traduit le fait que l'offre est plus avantageuse que celle d'un compétiteur :

$$P_v \geq \frac{y_2}{N} + \frac{B_2}{N_v}$$

Les prix d'acquisition qui répondent à ces deux contraintes sont donc :

$$P_v = \frac{y_2}{N} + \frac{B_2}{N_v} \text{ et } P_{nv} = \frac{y_1}{N}, \text{ avec } \frac{y_2}{N} + \frac{B_2}{N_v} \geq \frac{y_1}{N}$$

Zingales en déduit aisément la prime de vote :

$$P_v - P_{nv} = \frac{y_2 - y_1}{N} + \frac{B_2}{N_v}$$

Que l'on peut réécrire, sous condition que les deux acquéreurs réalisent des bénéfices disponibles équivalents en cas de prise de contrôle de la firme, sous forme relative :

$$\frac{P_v - P_{nv}}{P_{nv}} = \frac{B_2}{y_1} \cdot \frac{N}{N_v} = \frac{B_2}{y_1} \cdot \frac{1}{\frac{N_v}{N}} = \frac{B_2}{y_1} \cdot \frac{1}{\pi}$$

Néanmoins, cette équation n'est valable qu'à l'instant d'une lutte pour le contrôle de l'entreprise. La prime de vote se doit d'intégrer l'espérance de survenance d'un tel événement, autrement dit :

$$\phi \cdot \left(\frac{P_v - P_{nv}}{P_{nv}} \right) = \phi \cdot \left(\frac{B_2}{y_1} \cdot \frac{1}{\pi} \right)$$

La simplicité du modèle de Zingales [1995b] n'en occulte pas moins les déterminants principaux de l'existence d'une prime de contrôle : les bénéfices privés des actionnaires majoritaires et la probabilité d'une prise de contrôle créatrice de valeur. Bien que l'auteur ne le formalise pas, la structure de propriété impacte fortement l'amplitude de cette prime dans la mesure où la concentration des droits de vote dans les mains d'un nombre limité d'actionnaires amoindrit la probabilité d'un renversement de l'équipe dirigeante en place.

Ces divers modèles traduisent au final l'existence d'une prime aux titres disposant de droits de vote supérieurs, par suite une prime de contrôle. On peut se demander alors quelles sont les raisons qui pourraient pousser d'anciens actionnaires à accepter la mise en place de titres à droits de vote différenciés. Ruback [1988] apporte une réponse rationnelle dans l'analyse des plans de recapitalisation impliquant un échange de titres avec pour corollaire une diminution des droits de vote.

L'ÉTUDE DE LA RATIONALITÉ DES ANCIENS ACTIONNAIRES LORS DE L'ÉMISSION DE CLASSES D' ACTIONS DIFFÉRENCIÉES : LE MODÈLE DE RUBACK [1988]

« [...] dual-class plans may be the most effective universal antitakeover device ever invented [...] », Ruback [1988], page 153.

Ruback [1988] étudie la rationalité des anciens actionnaires lors de plans de recapitalisation avec émission de classes d'actions à droits de vote différenciés, plus précisément la possibilité de troquer des actions possédant des droits de vote supérieurs contre des actions à droits de vote inférieurs.

L'encadré suivant présente les mécanismes usuels utilisés lors de plans de recapitalisation et induisant un changement de la structure du pouvoir de la société.

Encadré 2. 7 – Les différentes méthodes de changement des droits de contrôle des titres d’une société

Cet encadré repose sur Jarrell et Poulsen [1988].

Jarrell et Poulsen [1988] citent trois mécanismes usuels de changement de la structure de contrôle par la création d’actions à droits de vote inférieurs :

▪ La méthode dividende

La société effectue une division de nominal ou procède à une distribution de dividendes sous formes d’actions à droits de vote limités nouvellement créées, généralement selon un taux de un pour un. Les actions existantes sont immédiatement redéfinies comme actions à droits de vote supérieurs. Les actionnaires sont également incités à échanger leurs actions à droits de vote supérieurs contre celles à droits de vote inférieurs par l’adjonction d’un superdividende à ces dernières. Bien entendu, les *insiders* ne souscrivent pas à cet échange, voire au contraire acquièrent des actions à droits de vote supérieurs supplémentaires dans l’objectif de consolider leur contrôle.

▪ La méthode par l’échange

La société procède par l’intermédiaire d’une offre d’échange, ouverte sur une période limitée, d’actions à droits de vote supérieurs contre actions à droits de vote inférieurs mais bénéficiant d’un superdividende.

▪ La méthode temporelle

Les actions ordinaires de la société acquièrent un droit de vote supérieur à partir d’une période prédéfinie de détention. En revanche, lorsque des actions ayant acquis un droit de vote supérieur dans le temps sont échangées sur le marché, elle perdent automatiquement ce droit, le nouvel actionnaire devant remplir la condition de durée de détention minimale pour en bénéficier à nouveau²⁰⁰.

²⁰⁰ En France, la législation autorise l’attribution d’un droit de vote double en fonction d’une durée de détention minimale de deux ans ou supérieure si les statuts de la société l’indiquent :

Art. L. 225-123. - Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu’elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d’une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

En outre, en cas d’augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d’émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d’actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Le droit de vote prévu aux premier et deuxième alinéas ci-dessus peut être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d’un Etat membre de la Communauté européenne ou d’un Etat partie à l’accord sur l’Espace économique européen.

Art. L. 225-124. - Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double attribué en application de l’article L. 225-123. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux, ou de donation entre vifs au profit d’un conjoint ou d’un parent au degré successible, ne fait pas perdre le droit acquis et n’interrompt pas les délais prévus audit article. La fusion ou la scission de la société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si les statuts de celles-ci l’ont institué.

De même, la loi autorise la restriction des droits de vote aux assemblées d’actionnaires :

La raison principale pour laquelle les actionnaires accepteraient une telle offre réside dans l’octroi d’avantages pécuniaires (super dividendes ou primes supérieures en cas de prise de contrôle) ou de liquidité. L’auteur assimile le choix de chaque actionnaire à un jeu stratégique de dilemme du prisonnier classique : tout actionnaire individuel acceptera l’offre d’échange alors que collectivement les actionnaires auraient refusé d’y participer.

Nous présentons ici l’intuition du modèle à l’aide d’un exemple illustratif (encadré 2.8).

Encadré 2. 8 – Le modèle de Ruback [1988] – Exemple illustratif

Cet encadré repose sur Ruback [1988].

Supposons, pour simplifier²⁰¹, une firme dont la structure de capital est composée de deux actions détenues chacune par deux actionnaires (1,2) et possédant chacune un droit de vote. Les dividendes futurs actualisés attendus de la firme sont de 12. De plus, la probabilité d’une prise de contrôle implique une prime de contrôle potentielle de 2 pour l’ensemble des actions. Les actionnaires se voient soumettre une proposition d’échanger leurs titres contre des actions sans droit de vote mais disposant de droits pécuniaires doubles à la fois sur les dividendes mais également sur la prime de contrôle potentielle, les droits de vote étant l’apanage de titres différenciés et alors détenus par l’équipe dirigeante. On peut présenter les choix des actionnaires par la matrice des gains suivante :

Tableau 2. 13 – Offre d’échange de classes d’actions différenciées - Matrice des gains – Illustration du modèle de Ruback [1988]

		Actionnaire 2	
		<i>N'échange pas ses titres</i>	<i>Echange ses titres</i>
Actionnaire 1	<i>N'échange pas ses titres</i>	7 , 7	$3^{2/3}$, $7^{1/3}$
	<i>Echange ses titres</i>	$7^{1/3}$, $3^{2/3}$	4 , 4

Art. L. 225-125. - Les statuts peuvent limiter le nombre de voix dont chaque actionnaire dispose dans les assemblées, sous la condition que cette limitation soit imposée à toutes les actions sans distinction de catégorie, autres que les actions à dividende prioritaire sans droit de vote.

²⁰¹ Nous présentons ici un exemple volontairement biaisé par rapport à la réalité (notamment l’octroi de droits pécuniaires doubles, l’ordre de grandeur usuel étant plutôt d’un superdividende de 10%), le but recherché étant de nature pédagogique dans l’explication des mécanismes d’approbation des plans de recapitalisation avec classes d’actions différenciées.

On s'aperçoit aisément qu'il s'agit d'une matrice de type dilemme du prisonnier, avec :

$$R = 7$$

Les actionnaires ne participent pas à l'échange : les dividendes attendus plus la prime de contrôle sont répartis de manière symétrique.

$$T = 7^{1/3}$$

« *The dividends would simply be financed by reducing investments [...]* », Ruback [1988], page 154.

Un seul des deux actionnaires participe à l'échange et bénéficie donc d'un droit pécuniaire double. Toutefois, selon Ruback [1988], ce droit double est illusoire car il se traduit dans les faits par une ponction sur l'investissement²⁰² et donc sur les revenus futurs de la société. Supposons que la valeur de la firme en soit affectée et ne soit plus de 12 mais de 9, l'actionnaire participant à l'échange reçoit une valeur de $(9 + 2) \times 2/3 = 7^{1/3}$.

$$S = 3^{2/3}$$

« *[...] shareholders who get the higher dividends receive a subsidy from shareholders who retain their original shares. This provides an inducement to exchange.* », Ruback [1988], page 154.

L'actionnaire ne participant pas à l'échange subit un transfert de richesse au profit de l'actionnaire ayant accepté l'échange, la valeur de son action étant alors $(9 + 2) \times 12/3 = 3^{2/3}$.

$$P = 4$$

« *[...] higher dividends and higher takeover benefits [...] are illusory. The higher dividends come from reduced investment. And the higher takeover benefits never occur, because insiders use their veto power to reject all hostile bids.* », Ruback [1988], page 155.

En choisissant rationnellement, d'un point de vue individuel, d'apporter leurs titres à l'échange, les actionnaires subissent une perte de richesse, en raison du caractère illusoire à la fois de la distribution d'un super dividende ponctionnant de fait l'investissement de la société mais également de la prime de contrôle puisque l'équipe dirigeante, possédant à présent le contrôle de la société, opposera toujours son droit de veto à toute tentative de prise de contrôle qui se traduirait par leur éviction. En supposant que la valeur de la firme ne soit plus que de 8 en raison de la diminution de l'investissement, chaque actionnaire n'obtient plus qu'une valeur de 4 chacun.

²⁰² La démonstration de l'impact de la ponction sur l'investissement sur la valeur de la firme est directe. Par exemple, sous la double condition de progression géométrique de l'investissement à un taux de croissance g inférieur au taux d'actualisation a , donc de la progression des cash flows de la firme (Ruback [1988] considère la condition minimale pour la rentabilité de l'investissement, à savoir celle du coût du capital), la valeur actualisée de ces cash flows (sur un horizon atemporel) est : $V_0 = \frac{\text{cash.flows}}{a - g}$. Si l'on ponctionne une partie de l'investissement donc de la croissance des cash flows dans une proportion p , ($p \leq g$), la valeur actualisée des cash flows de la société est alors : $V_0 = \frac{\text{cash.flows}}{a - g} < \frac{\text{cash.flows}}{a - (g - p)}$.

Ruback [1988] analyse ainsi la rationalité des actionnaires individuels qui acceptent une proposition destructrice de valeur afin de ne pas subir un transfert de richesse préjudiciable, se traduisant au final par une situation encore moins favorable.

Si l'on suit le raisonnement de l'auteur, l'émission de titres à droits de vote inférieurs devrait non seulement s'accompagner d'un escompte relativement aux titres ordinaires, mais l'ensemble des titres de la firme devrait exhiber une réaction négative, de par l'hypothèse d'un transfert de richesse et d'une ponction sur l'investissement de la société.

LA DÉTERMINATION EMPIRIQUE DE LA PRIME DE CONTRÔLE

La détermination d'une prime de contrôle peut s'apprécier de manières diverses :

- (1) De manière continue par une étude longitudinale de l'évolution des cours boursiers des différentes classes d'actions (Lease, McConnell et Mikkelson [1983] et Husson, Jacquillat et Schintowski [1987]), la comparaison des valeurs de différentes classes d'actions avec droits de vote différenciés permettant d'inférer la valeur du contrôle.
- (2) Selon la méthode de l'étude événementielle du transfert de tout ou partie du contrôle d'une société :
 - Lors de l'émission d'une classe d'actions nouvelles avec droits de vote inférieurs (Partch [1987]) ou dans le cadre d'échange lors de plans de recapitalisation (Jarrel et Poulsen [1988]).
 - Lors de la cession directe de blocs de titres (transactions de blocs) au profit d'un bénéficiaire précis (Holderness et Sheehan [1988], Barclay et Holderness [1989] et Gregoric et Vespro [2003] entre autres).

La valeur du contrôle s'apprécie alors par la différence entre le prix de transaction du bloc de titres et le cours des actions individuelles.

La mesure empirique de la prime de contrôle n'est pas exempte de difficulté en raison d'influences connexes telles la variation du coût de liquidité lors de transactions de taille importante, ou encore la prime de liquidité associée aux actions à droits de vote inférieurs (Husson, Jacquillat et Schintowski [1987]), ou encore l'incitation à émettre des actions à droits de vote supérieurs en présence de bénéfices privés importants, biaisant l'évaluation du contrôle (Grossman et Hart [1988]).

A. LES ÉCARTS DE PRIX ENTRE CLASSES D' ACTIONS À DROITS RÉSIDUELS DE CONTRÔLE ET PÉCUNIAIRES DIFFÉRENCIÉS

LA MODÉLISATION DE HUSSON, JACQUILLAT ET SCHINTOWSKI [1987]

Husson, Jacquillat et Schintowski [1987] expriment le regret de l'absence de démarche normative dans l'évaluation du droit de vote en raison de l'inexistence d'une théorie du contrôle suffisamment robuste, à laquelle s'ajoutent les effets bruiteurs des degrés de concentration de la propriété et de liquidité des titres des sociétés. Les auteurs présentent néanmoins les facteurs explicatifs de la valeur du droit de vote dans le cadre d'analyse du marché du contrôle (Husson, Jacquillat et Schintowski [1987], pages 5-6) : « [...] *la valeur d'un titre conférant un droit de vote peut donc s'analyser comme la somme de deux éléments : le prix qui prévaudra sur le marché en l'absence d'offre publique multiplié par la probabilité qu'aucune offre ne survienne, et le prix qui sera payé en cas d'offre publique, multiplié par la probabilité qu'une telle opération se produise. [...] La formulation est cependant un peu plus complexe si l'offre publique éventuelle ne porte que sur une fraction du capital de la société cible.* »

Le calcul de la valeur d'un titre comprenant le droit de vote est simple :

$$\text{Valeur du titre}_{\text{Droit de vote}} = p_{\text{Non prise de contrôle}} \cdot \text{Valeur}_{\text{Equipe dirigeante}} + p_{\text{Prise de contrôle}} \cdot \left[\left(\text{Prix}_{\text{Equipe rivale}} \cdot \text{Fraction}_{\text{Offre partielle}} \right) + \left(\text{Valeur}_{\text{Equipe rivale}} \cdot \left(1 - \text{Fraction}_{\text{Offre partielle}} \right) \right) \right]$$

Autrement dit, la valeur associée au droit de vote dépend de la création de valeur apportée par les équipes dirigeantes en place et rivale, pondérée par leurs probabilités d'occurrence respectives et la fraction de capital potentiellement concernée en cas de prise de contrôle.

En revanche, la valeur d'un titre privé de droit de vote se calcule ainsi :

$$\text{Valeur du titre}_{\text{Sans droit de vote}} = p_{\text{Non prise de contrôle}} \cdot \text{Valeur}_{\text{Equipe dirigeante}} + p_{\text{Prise de contrôle}} \cdot \text{Valeur}_{\text{Equipe rivale}}$$

Autrement dit, les détenteurs de titres privés de droits de vote bénéficient de la création de valeur potentielle apportée par la mise en place d'une nouvelle équipe dirigeante, mais ne peuvent prétendre à une quelconque prime de contrôle²⁰³.

On en déduit aisément la valeur théorique du droit de vote seul en mesurant l'écart de prix entre l'action ordinaire et celle privée de son droit de vote. Husson, Jacquillat et Schintowski [1987], page 7, mettent ainsi en exergue trois facteurs principaux impactant la valeur du droit de vote : « [1] le prix qu'un acquéreur est susceptible de payer pour l'obtention du contrôle, [2] la probabilité de transfert du contrôle par acquisition de titres, c'est-à-dire de la plus ou moins grande vulnérabilité de l'entreprise à une offre publique, [3] du prix du titre après une prise de contrôle réussie [dépendant] des possibilités de transfert de bénéfice au sein du groupe. ». Les auteurs nuancent l'importance de ces paramètres en fonction de la concentration du capital et de l'existence de pilules empoisonnées décourageant les prises de contrôle mais également en raison de la moindre liquidité des titres subordonnés relativement aux actions ordinaires.

LES ÉTUDES EMPIRIQUES SUR LE SUJET

Selon Partch [1987], la création d'actions à droits de vote limités peut induire des coûts mais également accroître la valeur de la firme.

Les coûts principaux d'une diminution des droits de vote regroupent la perte d'une prime de contrôle, d'une divergence d'intérêts accrue entre actionnaires et dirigeants (Jensen et Meckling [1976]) et des coûts d'agence associés, et de la diminution conjointe du pouvoir de contrôle interne et de surveillance externe.

Quant aux bénéfiques en terme d'accroissement de valeur, Partch [1987] cite la possibilité pour un groupe d'actionnaires contrôlant de maximiser la prime de contrôle d'un acquéreur potentiel et de surmonter l'obstacle du comportement de passager clandestin des actionnaires minoritaires, et l'assurance d'une continuité de direction, positive sous condition que l'équipe dirigeante soit performante mais également en raison de l'incitation à l'investissement en capital humain spécifique des dirigeants.

Lease, McConnell et Mikkelson [1983] mettent en évidence pour 26 sociétés disposant d'actions à droits de vote différenciés, que les actions à droits de vote supérieurs s'échangent

²⁰³ Sous condition que les certificats d'investissement par exemple ne revêtent pas d'importance stratégique pour la réussite de la prise de contrôle en raison de la possibilité d'associer les certificats de vote pour reconstituer une action ordinaire.

avec une prime moyenne de 5,4% pouvant atteindre 6,95% du prix des actions à droits de vote inférieurs ou sans droit de vote (prime valorisée mensuellement sur la période 1940-1978).

Partch [1987] montre sur un échantillon de 44 émissions d'actions à droits de vote limités :

- (1) Une rentabilité anormale moyenne positive de 1,23% à l'annonce de l'émission.
- (2) Une rentabilité anormale cumulée positive de 2,12 % en moyenne à la date de communication officielle de l'émission.
- (3) Mais une rentabilité anormale cumulée négative de -1,75% en moyenne de la date d'annonce à la date de réunion des actionnaires.
- (4) De plus, l'auteur ne peut rejeter l'hypothèse nulle d'une probabilité de rentabilité anormale de 50%.

Partch [1987] en déduit que l'émission d'actions à droits de vote inférieurs n'a pas d'impact sur la valeur de la société.

Jarrell et Poulsen [1988], au contraire, indiquent une réponse négative à l'annonce de l'émission de telles actions de l'ordre de -0,82%, dont l'amplitude est d'autant plus forte que de tels plans de recapitalisation aboutissent à la consolidation du contrôle des *insiders* (« [...] *the largest negative returns are concentrated in those firms with insider holding ranging from 30% to 55%.* », Jarrell et Poulsen [1988], page 149). Selon les auteurs, l'émission de classes d'actions différenciées s'intègre dans la classification des moyens de défense des dirigeants contre les prises de contrôle hostiles, diminuant donc la valeur de la firme en mettant des barrières supplémentaires au rôle de surveillance du marché du contrôle.

DeAngelo et DeAngelo [1985] émettent une réserve quant à la détermination de la faiblesse des primes de contrôles associées aux actions à droits de vote supérieurs. Pour les auteurs, la différence entre les primes des différentes actions ne constitue au plus qu'une borne inférieure de la valeur du contrôle. Les actionnaires minoritaires pouvant porter devant les tribunaux l'offre de primes de contrôle différenciées pour l'acquisition d'un bloc de contrôle, les actionnaires contrôlant sont incités à afficher une compensation explicite équivalente entre les classes d'actions à l'occasion d'offres publiques. En revanche, ils peuvent bénéficier de compensations implicites telles un emploi de longue durée au sein du groupe associé à une sur-rémunération, l'octroi d'un statut de consultant, ou encore la vente de divisions à des prix inférieurs à ceux du marché, toutes formes de compensations difficiles à observer et à évaluer. Enfin, Husson, Jacquillat et Schintowski [1987] estiment empiriquement la valeur du droit de vote sur un échantillon de 8 sociétés françaises ayant émis des certificats d'investissement sans droit de priorité sur les dividendes et mettent en évidence une décote de leurs cours boursiers quotidiens statistiquement significative de 20% en moyenne. Les auteurs concluent

de l'importance de cette décote à l'existence de facteurs additionnels tels la structure de propriété signifiant le degré de verrouillage du capital et la liquidité des titres sur leurs marchés respectifs.

B. LA PRIME DE CONTRÔLE ASSOCIÉE AUX TRANSACTIONS DE BLOCS DE TITRES

Pour Barclay et Holderness [1989] les transactions de blocs de titres constituent un substitut du marché des droits de contrôle. Ainsi, les réactions de prix des titres lors de transactions de blocs se doivent de refléter la valeur des bénéfices communs du contrôle tandis que la prime payée par l'acheteur du bloc doit représenter la valeur que ce dernier attribue aux bénéfices privés du contrôle.

La différence entre le prix d'acquisition d'une action au sein d'un bloc de titres et son prix de négociation *ex post* constitue une mesure des bénéfices privés du contrôle (sous réserve que la prime de contrôle évaluée dans l'acquisition du bloc ne représente pas pour partie une prime de liquidité²⁰⁴).

Barclay et Holderness [1989] reportent sur le marché américain une prime de contrôle de 20,4% en moyenne (9,3% pour Mikkelson et Regassa [1991]).

Gregoric et Vespro [2003] reportent pour le marché slovène une prime de contrôle moyenne de 46,7%.

De plus, si l'on considère que le transfert des droits de contrôle se traduit par des restructurations au sein de l'équipe dirigeante (Barclay et Holderness [1991] montrent sur le marché américain que des transferts partiels de contrôle – entre 10% et 15% du capital – s'accompagnent d'un changement de l'équipe dirigeante en place), il devrait s'ensuivre un impact positif sur le prix des titres de la société, reflétant la valeur de l'activité de contrôle.

Ainsi, Barclay et Holderness [1991], [1992] reportent pour 106 transactions de blocs un rendement anormal cumulé moyen de 37,6% sur 18 mois pour les sociétés contrôlées moins d'un an après la transaction de bloc et de moitié (15,7%) pour les entreprises qui ont conservé leur indépendance. Leur étude conclut à un impact positif des transactions de blocs de titres, le contrôle étant transféré aux agents les plus efficaces à l'exercer (dans 41% des firmes, la transaction aboutit à un changement effectif de direction d'autant plus que la taille du bloc est importante – 78% des firmes lorsque la transaction dépasse 35% du capital). Holderness et

²⁰⁴ En effet, l'acquéreur peut accorder une prime supérieure si le coût de transaction d'un bloc de titres est moindre que la somme des coûts successifs d'acquisition d'actions dispersées.

Sheehan [1988] confirment la présence d'un bénéfice commun du contrôle avec une réaction positive de 7,3% des titres le jour de la transaction de bloc et une rendement anormal cumulé de 12,8% sur le mois suivant la transaction.

LES MÉCANISMES DÉMULTIPLICATEURS DU CONTRÔLE : L'INFLUENCE NÉGATIVE DE LA SÉPARATION ENTRE PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE

Harris et Raviv [1988] mettent en évidence l'effet verrou des classes d'actions à droit de vote différenciées (par la suite CADVD) qui réduisent la probabilité pour les dirigeants propriétaires de ne pas se faire réélire en leurs fonctions. Les CADVD apparaissent alors comme des mécanismes de stabilisation du contrôle, faisant office d'obstacles à son transfert à l'occasion notamment de prises de contrôle hostiles (Jarrel et Poulsen [1988] ou Lehn, Netter et Poulsen [1990]), bien que permettant aux actionnaires minoritaires de bénéficier de primes de contrôle plus importantes (Burkart, Gromb et Panunzi [1998]).

L'émission de CADVD semble être l'apanage des firmes familiales (DeAngelo et DeAngelo [1985], Denis et Denis [1994], Taylor et Whittred [1998], Amoako-Adu et Smith [2001], Erhardt et Nowak [2004]), la conservation du contrôle étant par nature plus sensible dans les groupes familiaux (pour des motifs dynastiques notamment).

La présence de bénéfices privés est la principale raison pour Erhardt et Nowak [2004] de la mise en place de CADVD permettant de diminuer la probabilité de transfert du contrôle. Les auteurs montrent pour les sociétés familiales allemandes une différence notable des performances financières et opérationnelles entre les sociétés ayant émis des CADVD et celles disposant d'actions ordinaires (respectivement -22,3% et 0,2% pour la performance financière et -4,1% et -2% pour la performance opérationnelle sur une période de 36 mois), confirmant l'appropriation des bénéfices privés via le mécanisme des CADVD au détriment des actionnaires extérieurs.

Bebchuck, Kraakman et Triantis [2000] (cité par Claessens, Djankov, Fan et Lang [2002]), estiment que la séparation des droits de contrôle d'avec les droits de propriété peut créer des coûts d'agence plus importants que la présence d'un actionnaire possédant la majorité du capital de la firme.

Claessens, Djankov, Fan et Lang [2002] soutiennent l'argument selon lequel l'amplitude de la séparation entre propriété et contrôle diminue la valeur de la firme. Autrement dit, les grands actionnaires disposant de droits de vote supérieurs à leur participation en capital ont une plus

grande facilité à l'enracinement, se traduisant par des coûts d'agence plus élevés que sous la règle du droit de vote unique attaché à une action. Les moyens d'obtenir un pouvoir disproportionné relativement à son engagement financier sont multiples : l'utilisation de structures pyramidales de la propriété (mécanisme le plus usité pour Attig, Gadhoun et Lang [2003], représentant plus du tiers des structures de propriété des firmes canadiennes), l'émission d'actions à droits de vote double ou sans droit de vote, la mise en place de participations croisées, l'alliance avec un second grand actionnaire, ou encore l'intégration de membres familiaux ou amis au sein du conseil d'administration (Attig et al. [2004]).

L'encadré suivant présente un exemple usuel de démultiplication du pouvoir de contrôle d'un actionnaire.

Encadré 2. 9 – Mécanismes d'expropriation du contrôle : l'exemple de la structure de propriété pyramidale

Cet encadré repose sur les travaux de Attig, Fischer et Gadhoun [2004]

« [...] the ultimate owner, generally a family, synchronizes cash flow rights, voting power and the distance separating the apex from the affiliated firms, [...], in such a fashion as to minimize sensitivity to negative events and to maximize sensitive to positive events, hence, exacerbating his opportunistic behaviour. », Attig, Fischer et Gadhoun [2004] page 23.

Attig, Fischer et Gadhoun [2004] analysent les déterminants de la mise en place d'une structure pyramidale ainsi que son impact sur la valeur de la firme pour les sociétés canadiennes.

Leur définition du concept de pyramide intègre les dimensions de chaîne de participations encadrées et de surdimensionnement du pouvoir de contrôle relativement aux droits de propriété :

« We define a pyramid as an entity (i.e. a group of companies) whose ownership structure displays a top-down chain of control starting with an ultimate owner (at the apex) and with successive lower layers of firms. [...] by separating control from ownership, [...] [the] intertwined equity holdings of [pyramidal holdings]'s create for the [ultimate owner] a convenient veil, opaque to outside scrutiny, that makes it possible to hide appropriating behaviour of minority interests. », Attig, Fischer et Gadhoun [2004]

La mise en place d'une structure pyramidale peut relever d'objectifs d'anonymat (Bianchi, Bianco et Enriques [1997]), mais l'argument principal réside dans la mise en place de mécanismes d'expropriation des petits actionnaires (transferts de richesse entre chaînons de la structure, financement inter-entreprise, ou encore coassurance du risque) et d'éviction du rôle de surveillance du marché (appropriation de bénéfices privés). Pour, Attig, Fischer et Gadhoun [2004] on peut distinguer deux types d'arguments complémentaires :

- La responsabilité limitée : la dissociation entre droits de vote et droits de propriété permet au propriétaire final de limiter ses pertes à son investissement en capital (relativement faible eu égard à ce qu'il aurait dû être en présence d'une seule firme au lieu d'un groupe

pyramidal²⁰⁵), tout en maximisant son utilité personnelle, la structure pyramidale de la propriété lui permettant de verrouiller le contrôle du groupe.

- La création d'une rente pour le propriétaire final : les auteurs considèrent que la structure pyramidale est un instrument d'appropriation de bénéfices privés par le propriétaire final (collusion sur le marché des biens et services entre les firmes du groupe pyramidal, synergies par un programme de recherche ou de développement technologique commun, par un transfert de richesse entre les filiales et les firmes contrôlées majoritairement par le propriétaire final entre autres).

Pour les auteurs, la présence intensive (près de 20% de l'actionnariat en Europe Occidentale) de structures pyramidales, destructrice de valeur pour les actionnaires minoritaires, doit également être source de création de valeur : les principales évoquées concernent la création d'un fonds commun de financement interne, créant des synergies financières profitables aux filiales exhibant de fortes contraintes de financement ou en situation de détresse financière, et l'implication d'un grand actionnaire contrôlant.

Les résultats de l'étude empirique sur 1 167 firmes canadiennes montrent que les structures pyramidales sont généralement mises en place par des groupes familiaux (48,80% et 72,6% aux seuils respectifs de 10% et 20%), et diminuent la valeur de la firme (mesurée par le Q de Tobin), soutenant l'hypothèse que les investisseurs intègrent le comportement opportuniste des actionnaires de contrôle en appliquant un escompte sur la valeur de la firme.

Enfin, pour Stulz [1988], l'effet positif d'incitation au contrôle trouve sa source dans la concentration des droits de propriété tandis que l'effet négatif sur la valeur de la firme de l'enracinement prend naissance dans la concentration des droits de vote. On en déduit aisément qu'une plus grande déviation entre droits de contrôle et droits résiduels au bénéfice traduit un effet négatif d'enracinement supérieur à l'effet positif d'incitation au contrôle.

3. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS DE CONTRÔLE POUR NOTRE ÉTUDE

L'identification et la mesure du contrôle sinon effectif tout au moins *de jure* renforce l'intuition de procéder à une analyse de la structure de propriété et de la concentration de l'actionnariat en droits de vote plutôt qu'en droits pécuniaires. Néanmoins, nous conservons une approche capitaliste pour motif de comparaison et afin de ne point négliger tout effet

²⁰⁵ Prenons le cas simple d'un propriétaire P détenant 50% du capital d'une société holding H ayant une seule participation de 50% d'une autre société S. Supposons, pour simplifier, que la valeur des actifs de la société S soit de 100. La holding H a donc une valeur d'actifs de 50 et le propriétaire P investit pour un montant personnel de 25. Sa responsabilité en terme de richesse personnelle est donc de 25, qui lui permet cependant, via la structure pyramidale du groupe, de réaliser un investissement de 100, ici quatre fois plus important que sa participation initiale.

purement financier de la participation des actionnaires et de son incidence sur la performance des sociétés.

Hypothèse 16 - L'approche en termes de droits de vote possède un pouvoir explicatif supérieur à celle en capital.

Le caractère central des droits de vote au sein du processus décisionnel des entreprises nous amène à supposer un pouvoir explicatif supérieur d'une approche en termes de droits de contrôle des relations de pouvoir effectif entre actionnaires. L'analyse en capital permet toutefois de ne point occulter l'importance du caractère de créancier résiduel des actionnaires. Nous considérons que les deux approches sont complémentaires dans la mesure où la même participation en capital d'un actionnaire peut lui conférer un niveau de contrôle différent (en particulier supérieur), condition nécessaire à toute logique d'expropriation de bénéfices privés sans en supporter l'intégralité du coût (ce point fait l'objet des développements de la section suivante).

Sur le plan méthodologique, si l'on adopte le point de vue de Cubbin et Leech [1983], la force du contrôle d'un actionnaire dépend de la probabilité d'émergence d'un contrepouvoir issu d'une coalition d'actionnaires. Par conséquent, les mesures du contrôle doivent intégrer un indicateur de la dispersion de l'actionnariat.

Enfin, les incidences de la concentration des structures de propriété et de contrôle, ainsi que de l'amplitude de la séparation des droits de vote et des droits pécuniaires, étant développés dans la section 2, la construction des hypothèses de tests afférentes y font naturellement suite.

SECTION 2 – L'INCIDENCE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ SUR LA PERFORMANCE DES SOCIÉTÉS

L'étude de la structure de propriété présente deux niveaux d'analyse auxquels nous nous référons, avec pour point commun la détermination de l'emplacement du contrôle, tout au moins *de jure* sinon *de facto*, au sein de la firme²⁰⁶. L'analyse globale de la structure du capital, de nature quantitative pure, s'inscrit dans la lignée directe des travaux de Berle et Means [1932] puisqu'elle relate du niveau de dispersion (concentration) du capital, distinguant aux extrêmes du spectre du contrôle, les firmes dites contrôlées par les actionnaires détenteurs de la majorité voire de l'entière propriété de la société, des firmes managériales dont le contrôle effectif est transféré aux dirigeants en raison de la dispersion de

²⁰⁶ Le lecteur pourra se référer aux notions évoquées chapitre 5, section 1 sur les définitions du contrôle, le pouvoir effectif de la firme pouvant être différent du contrôle juridique.

l'actionnariat. Cette analyse peut également être affinée en distinguant à un second niveau l'identité des actionnaires possédant le capital de l'entreprise. L'intérêt est de dépasser l'analyse quantitative des niveaux de participation des différentes classes d'actionnaires déterminées²⁰⁷, et de prendre en compte la diversité des comportements des agents tant sur le plan de l'exercice du pouvoir dans l'organisation, que sur la poursuite d'intérêts divergents voire contradictoires quant à la création, la répartition ou l'appropriation de la rente organisationnelle, les deux phénomènes étant par nature indissociables.

1. L'INFLUENCE DE LA CONCENTRATION DU CAPITAL SUR LE CONTRÔLE DES FIRMES

Nous adoptons une démarche empruntée à l'analyse de Charreaux [1997], qui distingue trois voies de recherche dans l'étude la structure de la propriété sur la performance de la firme : les thèses de convergence des intérêts (Berle et Means [1932] et Jensen et Meckling [1976]), d'enracinement (Charreaux [1997] et Alexandre et Paquerot [2000]) et de neutralité (Demsetz [1983], Demsetz et Lehn [1985]). Nous présentons dans un premier temps l'influence positive de la concentration sur l'alignement de l'organisation dans l'intérêt des actionnaires (Shleifer et Vishny [1986]), pour en apprécier les coûts dans un second temps (Crémer [1995], Burkart, Gromb et Panunei [1997]), aboutissant à la complexification d'une relation non linéaire voire absente entre la structure de propriété et la performance (Morck, Shleifer et Vishny [1988]).

LES BÉNÉFICES DU CONTRÔLE DES GRANDS ACTIONNAIRES : LE MODÈLE DE SHLEIFER ET VISHNY [1986]

« Even when they cannot monitor the management themselves, large shareholders can facilitate third-party takeovers by splitting the large gains on their own shares with the bidder. », Shleifer et Vishny [1986], page 463.

La présence de grands actionnaires permet de réduire les coûts d'agence inhérents à la dissociation entre propriété et contrôle des firmes (Jensen et Meckling [1976]). La concentration du capital encourage le contrôle effectif des dirigeants puisque les gains en

²⁰⁷ Généralement les dirigeants, les initiés, les institutionnels au sens large, les établissements bancaires, les personnes physiques, les groupes familiaux, d'autres sociétés ou encore les salariés.

capital associés sont directement valorisables pour les actionnaires importants (Demsetz [1983], Shleifer et Vishny [1986] ou encore Bethel et Liebeskind [1993]), et efficace, les grands actionnaires étant plus à mêmes d'exercer leurs prérogatives que les actionnaires minoritaires, disposant (1) d'une influence significative dans le processus de vote sans besoin nécessaire à rallier les actionnaires minoritaires, et même si tel est le cas, (2) l'importance de leur participation leur permet de mener la fronde des actionnaires pour contrôler les dirigeants, et (3) pouvant mobiliser des moyens importants (experts) comme soutien (Alexandre et Paquerot [2000]). Leur rôle actif n'est pas une condition nécessaire à la performance de la firme puisqu'ils peuvent favoriser l'émergence de prises de contrôle d'investisseurs externes en partageant les bénéfices du contrôle avec les initiateurs d'offres (Shleifer et Vishny [1986]).

Le modèle canonique de Shleifer et Vishny [1986] encense ainsi la présence bénéfique de tels actionnaires, et par voie indirecte les bénéfices de la concentration de l'actionnariat.

A. L'INTUITION DU MODÈLE

L'objectif de Shleifer et Vishny [1986] est de mettre en évidence l'importance du rôle d'un grand actionnaire dans la maximisation de la valeur d'une société. Dans leur modèle, les auteurs supposent que l'équipe dirigeante adopte une gestion conforme à l'intérêt des actionnaires, *i.e.* avec un objectif de maximisation de la valeur de la firme, mais que cette dernière n'est pas optimale. Il existe en effet des opportunités d'investissements stratégiques profitables nécessitant, pour être connues, un investissement dans l'acquisition d'information de la part du grand actionnaire, et pour être saisies, le remplacement de l'équipe dirigeante actuelle, sous l'impulsion d'une action directe du grand actionnaire, ou indirectement en permettant une prise de contrôle. L'équipe dirigeante, non actionnaire de la société, est supposée ne pas être en mesure d'initier cette stratégie d'accroissement de la valeur de la firme mais s'oppose à son remplacement en augmentant les coûts de la prise de contrôle. L'intervention du grand actionnaire – directe²⁰⁸ ou non – résulte au final d'un arbitrage entre les gains de l'accroissement de la valeur de la firme rapportés à sa participation suite au remplacement de l'équipe en place, et la somme des coûts d'acquisition de l'information sur

²⁰⁸ L'action directe du grand actionnaire s'apparente à une prise de contrôle puisqu'il ne possède pas la majorité de contrôle pour remplacer l'équipe dirigeante et doit donc bénéficier du support des petits porteurs.

les opportunités d'investissement et des coûts de contrôle associés à la résistance des dirigeants.

Shleifer et Vishny [1986] montrent que la présence d'un grand actionnaire est profitable à l'ensemble des actionnaires, en facilitant d'une part les prises de contrôle donc la mise en place d'une équipe dirigeante compétente, d'autre part en leur distribuant les bénéfices futurs attendus du remplacement des dirigeants, condition nécessaire pour empêcher le comportement de passager clandestin des petits porteurs.

L'encadré suivant propose une synthèse du raisonnement des auteurs.

Encadré 2. 10 – Synthèse du raisonnement de Shleifer et Vishny [1986]

Cet encadré repose sur les travaux de Shleifer et Vishny [1986].

Le raisonnement des auteurs se fonde sur la présence essentielle d'un grand actionnaire minoritaire pour plusieurs motifs :

- Son engagement financier au capital de la firme l'incite à l'activité de surveillance des dirigeants ;
- Il surmonte le problème de passager clandestin en pouvant supporter le coût d'acquisition de l'information ;
- De ce fait, il a accès à une information privilégiée sur les opportunités d'investissement profitables, ce qui lui permet d'améliorer la stratégie opérationnelle de la firme ;
- Il augmente la probabilité d'une prise de contrôle externe en raison du pouvoir de contrôle qu'il peut transférer à un tiers.

Ainsi, l'actionnaire important effectue un arbitrage entre les coûts de surveillance et de contrôle et les gains qu'il pourrait retirer de son intervention par l'augmentation de la valeur de sa participation.

La passivité des dirigeants en place est écartée puisqu'ils peuvent mettre en œuvre des stratégies de résistance augmentant le coût de contrôle du grand actionnaire.

Dans la mesure où son intervention lui permet d'espérer un gain net de coûts de contrôle positif, l'actionnaire principal décide d'acquiescer le contrôle majoritaire de la société par une prise de contrôle, distribuant *ex ante* une prime de contrôle représentative des bénéfices futurs afin que les petits porteurs y répondent favorablement. L'opération réussie lui permet de remplacer l'équipe dirigeante en place afin d'implémenter les investissements stratégiques créateurs de valeur pour la firme.

Dans le cas contraire où les coûts de contrôle sont rédhibitoires, l'actionnaire important reste passif (ou décide de sortir du capital de l'entreprise), et ce d'autant plus que l'opposition des dirigeants en place est forte, entraînant par là même la diminution de la valeur de la firme.

Les auteurs mettent ainsi en exergue le rôle primordial du grand actionnaire dans la connaissance d'opportunités profitables, et dans l'initiative de la prise de contrôle, de la nécessaire distribution des bénéfices futurs pour rallier les petits porteurs au remplacement de l'équipe dirigeante, et de l'effet négatif sur la valeur de la firme de l'opposition de l'équipe dirigeante.

B. PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES

Nous présentons ici les résultats principaux du modèle des auteurs.

Encadré 2. 11 – Le modèle de Shleifer et Vishny [1986]

Cet encadré repose sur le modèle de Shleifer et Vishny [1986].

Présentation du modèle▪ **Les agents**

La gestion de l'équipe dirigeante en place génère une valeur espérée q des profits de la firme. L'équipe dirigeante ne peut s'opposer à la prise de contrôle mais peut en accroître le coût c_T .

Les investisseurs sont tous neutres au risque et de deux types :

- Un actionnaire important L détenant toutefois une participation minoritaire $\alpha < 0,5$; l'hypothèse d'un seul grand actionnaire dans le modèle permet de dépasser la difficulté de gestion d'interactions stratégiques entre plusieurs grands actionnaires²⁰⁹. L possède un accès exclusif à toute information stratégique sur la présence d'opportunités d'investissement créatrices de valeur. L possède ainsi une probabilité I de saisir une opportunité induisant un accroissement positif Z de la valeur de la firme, variable aléatoire de loi cumulative $F(Z) \in]0, Z_{\max}]$, en investissant dans l'acquisition d'information pour un coût $c(I)$. La probabilité I de découverte d'opportunités dépend de l'activité de recherche du grand actionnaire, fonction croissante à rendements décroissants du coût de recherche (autrement dit $c'(I) > 0, c''(I) > 0$).

Sous la double condition que L supporte le coût $c(I)$ d'acquisition de l'information²¹⁰, et que l'arbitrage entre l'accroissement de valeur Z et le coût de contrôle c_T supporté²¹¹ lui soit favorable, L fait une proposition d'achat (lance une OPA, de son propre chef ou par l'intervention d'un tiers extérieur à la société) sur $0,5 - \alpha$ actions afin d'obtenir la majorité nécessaire au remplacement de l'équipe dirigeante, au prix $q + \pi$, π étant une prime à la souscription de l'offre d'achat.

Si le nombre d'actions apportées à l'offre est insuffisant pour obtenir la majorité absolue de contrôle, L ne peut remplacer l'équipe dirigeante et annule l'opération d'achat.

²⁰⁹ De même, ce grand actionnaire peut être assimilé à une coalition de plusieurs actionnaires, sous l'hypothèse restrictive que ces actionnaires agissent comme un seul bloc.

²¹⁰ Shleifer et Vishny [1986], supposent que cette condition est vérifiée de par l'intérêt du grand actionnaire et de l'importance de sa participation dans le capital de la société : « *In our model, the large shareholder has a large enough stake that it pays for him to do some monitoring of the incumbent management. If higher profits justify a change, he attempts to implement it. [...] The large shareholder's return on his own shares suffices to cover his monitoring and takeover costs.* », Shleifer et Vishny [1986], page 463.

²¹¹ Coûts administratifs et légaux, que l'équipe dirigeante peut accroître (dans une certaine mesure, sinon la prise de contrôle ne serait jamais possible) en s'opposant à la prise de contrôle.

- Une myriade d'actionnaires minoritaires atomistiques détenant le reste du capital de la société $(1 - \alpha)$. Ces petits porteurs répondent à l'offre d'achat de L sous la condition que la prime π soit au moins égale à l'espérance d'accroissement de valeur Z . Les auteurs font l'hypothèse que les petits porteurs choisissent d'apporter leur actions à l'offre de L lorsqu'ils sont indifférents à la conservation ou à la vente de leurs titres.

▪ La séquence d'événements

Le modèle fonctionne sur trois périodes.

Période 0

L supporte un coût de surveillance $c(I)$, avec une probabilité I de découvrir une opportunité d'investissement de valeur Z .

Période 1

L lance une offre publique d'achat au prix $q + \pi$, en subissant un coût de contrôle c_T en raison pour partie de l'opposition de l'équipe dirigeante.

Période 2

Les petits porteurs répondent à l'offre initiée par L .

L'équipe dirigeante est remplacée ou non ; dans l'affirmative, l'opportunité profitable est saisie.

Résultats théoriques principaux

▪ La prise de contrôle

L propose un prix d'achat $q + \pi$ tel que l'accroissement de valeur Z rapporté à sa participation *ex post* couvre au minimum le paiement de la prime de contrôle assortie au rachat des actions nécessaires à obtenir la majorité absolue, et le coût de contrôle c_T . Soit :

$$\pi \Rightarrow 0,5 \cdot Z - (0,5 - \alpha) \cdot \pi - c_T \geq 0$$

Sous l'hypothèse que les petits porteurs considèrent la réussite de la prise de contrôle comme indépendante de leur décision d'apporter leurs titres, ils y répondent favorablement sous condition que la prime de contrôle soit supérieure à l'accroissement espéré de la valeur de leurs actions suite au remplacement de l'équipe dirigeante, soit :

$$\pi - E[Z|Z \geq (1 - 2 \cdot \alpha) \cdot \pi + 2 \cdot c_T] \geq 0 \quad 212$$

Soit $\pi^*(\alpha)$ la solution minimale à cette inéquation.

Par conséquent, L propose au final un prix $q + \pi^*(\alpha)$, le prix minimal nécessaire pour que les petits porteurs acceptent l'offre, sous condition que $\pi^*(\alpha) < Z_{\max}$.

Shleifer et Vishny démontrent plusieurs implications sur le comportement des agents.

$\pi^*(\alpha)$ est une fonction décroissante de α . Le raisonnement est intuitif : plus L détient une participation importante, plus la valeur Z peut être faible pour qu'il initie une prise de contrôle. Par conséquent, L est d'autant plus crédible en proposant une faible prime

²¹² Les petits porteurs ne connaissent pas la valeur de Z mais la déduisent de la fonction objectif de L , à savoir couvrir ses coûts et la prime de contrôle par l'accroissement de valeur rapporté à sa participation finale. Leur meilleure évaluation de Z est donc $E[Z|0,5 \cdot Z - (0,5 - \alpha) \cdot \pi - c_T \geq 0]$.

de contrôle, synonyme non pas d'expropriation des petits porteurs mais de faible accroissement de valeur Z .

Dans la situation où $\alpha \approx 0$, l'initiateur de la prise de contrôle tire profit de l'opération uniquement si :

$$0,5 \cdot Z - 0,5 \cdot \pi - c_T \geq 0 \Leftrightarrow Z > \pi$$

Or, lorsque $Z > \pi$, aucun petit porteur n'apporte ses titres à l'offre.

L'implication est primordiale : la présence nécessaire d'un grand actionnaire pour permettre l'émergence de prises de contrôle profitables²¹³.

La probabilité d'une prise de contrôle est une fonction croissante de α , pour une double raison : d'une part la valeur Z de l'opportunité peut être d'autant plus faible pour que L initie une offre d'achat puisqu'il en tire un plus grand profit lorsque sa participation est importante, d'autre part, L accroît son investissement dans l'activité de surveillance pour le même motif, donc la probabilité de découvrir des opportunités profitables (I est donc une fonction croissante de α).

On en déduit aisément que la valeur espérée de la firme est une fonction croissante de α , pour la simple raison que la probabilité de prise de contrôle, donc d'accroissement de valeur par la mise en place d'une nouvelle équipe dirigeante, est une fonction croissante de α .

En revanche, la valeur espérée de la firme est une fonction décroissante du coût de contrôle c_T , dans la mesure où l'opposition de l'équipe dirigeante actuelle décourage la saisie d'opportunités créatrices de valeur.

Shleifer et Vishny précisent que l'objectif de L doit être l'acquisition de la majorité stricte du capital de la firme, toute tentative d'acquisition de plus de 50% des titres se solderait par un échec de l'offre, les petits porteurs anticipant que seul L y trouverait profit, renonceraient alors à apporter leurs titres.

Enfin, les auteurs analysent les mécanismes de batailles de procuration, ou de négociations informelles avec l'équipe dirigeante comme sous-optimales relativement à la prise de contrôle.

La présence d'un actionnaire important est donc souhaitable pour l'ensemble des actionnaires, la distribution de dividendes préjudiciable aux actionnaires minoritaires étant ainsi une compensation monétaire au profit d'un grand actionnaire pour qu'il conserve sa participation au sein du capital.

Shleifer et Vishny soulignent en filigrane qu'un marché liquide et opaque permet de pallier le comportement de passager clandestin, et que l'activité de contrôle peut se faire même s'il n'y a pas de grand actionnaire.

L'approche de Shleifer et Vishny démontre ainsi l'effet bénéfique de la présence de grands actionnaires et semble trouver un écho tant factuel, la concentration du capital étant la norme sur le plan international (La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer [1999]), à l'exception notable des Etats-Unis et de la Grande Bretagne, qu'empirique (Bothwell [1980] pour le marché américain).

²¹³ Les auteurs soulignent toutefois que l'absence d'un grand actionnaire peut être palliée par un marché de titres opaque.

De même, Barclay et Holderness [1991] font état d'une hausse du cours des titres de l'ordre de 16% à l'annonce de transactions de blocs de titres, suggérant un impact positif de la présence d'un actionnaire important, source d'efficience dans l'activité de contrôle de l'équipe dirigeante.

Leur approche est toutefois sujette à une double critique. D'une part, Shleifer et Vishny font l'hypothèse implicite que les intérêts des actionnaires de contrôle et ceux des actionnaires minoritaires sont alignés, autrement dit que les grands actionnaires poursuivent un objectif de performance pour l'ensemble des actionnaires et n'adoptent pas de comportement opportuniste à leur encontre, de par leur position dominante au sein de la firme. La mise en perspective d'une expropriation d'une partie de la rente organisationnelle à leur profit amène les notions de bénéfices privés et de coûts du contrôle, ponctionnant la performance des sociétés. D'autre part, leur analyse suppose un rôle finalement passif du dirigeant, ou tout du moins la séparabilité entre son rôle dans la création du surplus organisationnel et l'activité de contrôle des actionnaires importants, réduite à une règle stricte de minimisation de coûts.

LES COÛTS DU CONTRÔLE DES GRANDS ACTIONNAIRES

La présence de grands actionnaires n'est pas univoque sur la performance des sociétés et la richesse des actionnaires minoritaires. Elle peut engendrer des coûts directs liés à la poursuite de leurs intérêts privés et de l'appropriation de bénéfices privés non partageables avec l'ensemble des autres actionnaires par définition (Meeker et Joy [1980], Harris et Raviv [1988], Shleifer et Vishny [1997], Zingales [2000], Dyck et Zingales [2001], Erhardt et Nowak [2001] ou encore Le Maux [2003], entre autres). Le rapport de forces des actionnaires peut également être amoindri en faveur des gestionnaires, en raison de l'imperfection du marché des dirigeants, remettant en cause l'hypothèse forte selon laquelle le contrôle du principal est toujours positif puisqu'il résout le problème d'opportunisme des agents (Crémer [1995]). L'amoindrissement du pouvoir coercitif des actionnaires à l'encontre des dirigeants implique alors une diminution substantielle de leur incitation à maximiser le potentiel de surplus organisationnel. Enfin, Burkart, Gromb et Panunzi [1997] prolongent l'analyse de Crémer [1995] en levant l'hypothèse d'imperfection du marché des dirigeants, le coût

d'incitation résultant dans leur modèle d'une menace d'appropriation *ex post* de la rente organisationnelle au détriment du dirigeant.

A. L'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES : BÉNÉFICES PRIVÉS ET VALEUR DU CONTRÔLE

« Private benefits of control are the 'emotional' value some shareholders attribute simply to being in control as well as the possibility of enjoying some value without sharing it among all the other shareholders. », Gregoric et Vespro [2003], page 16, reprenant Dyck et Zingales [2001].

La notion de bénéfices du contrôle ou privés provient de la possibilité pour les actionnaires contrôlant, *i.e.* détenant une participation suffisante du capital pour influencer le processus décisionnel de l'organisation, d'obtenir une proportion plus importante des droits pécuniaires que ne leur confèrent leurs droits de créanciers résiduels (Grossman et Hart [1988]). Harris et Raviv [1988] ou encore Dyck et Zingales [2001] identifient les bénéfices du contrôle comme une valeur psychologique contingente aux actionnaires contrôlant. Mais comme le souligne Le Maux [2003], « *bien que ce facteur intervienne dans certains cas, [...], il est difficile de justifier une prime de plusieurs millions d'euros par une simple valeur psychologique.* ». Les bénéfices privés sont également associés à l'octroi d'avantages en nature, mais cette appréciation ne représente que la partie émergée du problème pour Zingales [2000]. Une définition large des bénéfices privés est de rigueur pour les qualifier : il s'agit de l'ensemble des avantages ou privilèges, pécuniaires ou non qui ont une valeur cessible ou non aux détenteurs de tout ou partie du pouvoir de la société. L'existence d'avantages privés renvoie ainsi au concept d'autorité et marque l'inégalité de position des actionnaires de contrôle aux actionnaires extérieurs au sens de Jensen et Meckling [1976]. Shleifer et Vishny [1997] soulignent ainsi que les grands actionnaires peuvent exploiter les autres actionnaires²¹⁴. On cite usuellement comme actionnaires de contrôle (1) les dirigeants dont la position stratégique au sein de la firme leur octroie un double avantage informationnel, la possession d'une information privée et la possibilité d'en restreindre la diffusion, et (2) les actionnaires importants en raison de leur expérience et de leur rôle dans l'activité de

²¹⁴ Le lecteur pourra se référer avec profit aux travaux de La Porta et *al.* [1997], [1998], [2000], et de Bebchuck et Roe [1999] sur l'expropriation des actionnaires importants au détriment des actionnaires minoritaires, et sur l'analyse de la valeur des bénéfices privés en fonction des cadres réglementaires nationaux édictant le degré de protection des petits porteurs.

surveillance mais également de leur pouvoir d'influence. Le Maux [2003] énonce deux conditions suffisantes pour définir un groupe de contrôle : l'accès (1) aux mécanismes de contrôle et (2) à une large information sur la société (sous condition implicite que les autres actionnaires ne disposent pas de cet avantage). Erhardt et Nowak [2001] effectuent une synthèse exhaustive des définitions des bénéfices privés et construisent une nomenclature à double dimension (encadré 2.12), prenant en compte (1) la nature pécuniaire ou non des bénéfices privés et (2) le transfert potentiel (cessibilité) ou non de ces bénéfices privés à un investisseur tiers.

Encadré 2. 12 – La nomenclature des bénéfices privés du contrôle de Erhardt et Nowak [2001]

Cet encadré repose sur Erhardt et Nowak [2001].

Erhardt et Nowak [2001] reprennent la définition de Coffee [2001]²¹⁵ afin d'en préciser les contours (tableau 2.14). Les auteurs définissent ainsi quatre familles de bénéfices privés, fonction d'une double dimension de nature et de cessibilité.

Tableau 2. 14 – Une classification des bénéfices privés du contrôle selon leur nature et leur degré de cessibilité

		Nature	
		<i>Pécuniaire</i>	<i>Non pécuniaire</i>
Cessibilité	<i>Haute</i>	Transactions intéressées	Aménités
	<i>Faible</i>	Dilution	Réputation

▪ **Les transactions intéressées**

Elles relèvent d'une appropriation directe des actionnaires de contrôle. On peut citer pour exemples des rémunérations excessives, des transferts d'actifs ou de biens à des sociétés détenues par le contrôlant à des prix arbitraires, le détournement de ressources via les conventions réglementées, la gestion du résultat ou encore l'octroi de prêts ou de garanties avantageux.

²¹⁵ « [...] all of the ways in which those in control of a corporation can siphon off benefits to themselves that are not shared with the other shareholders. », Coffee [2001] in Erhardt et Nowak [2001].

▪ La dilution

Elle traduit des bénéfices privés pécuniaires indirects, autrement dit sans qu'il y ait appropriation directe mais dont la finalité reste une diminution de la richesse des actionnaires minoritaires. Les auteurs citent l'échange initié à motif informationnel, le gel ou l'éviction d'actionnaires minoritaires ou encore l'émission d'instruments financiers impliquant une dilution du capital (sans dilution du contrôle). De même, la diversification de la firme peut s'interpréter comme la volonté du dirigeant à créer une relative opacité de son action par la multitude d'activité vis-à-vis des actionnaires extérieurs.

▪ Les aménités²¹⁶

Elles s'entendent selon un sens strict, puisqu'il s'agit d'avantages non monétaires transférables. Les auteurs citent notamment le fait de gagner un championnat du monde sportif, d'influencer l'opinion publique, ou encore d'être propriétaire d'une marque de luxe. Demsetz et Lehn [1985] évoquent pour leur part la gestion d'un club sportif ou d'une maison de presse/édition. Toutes activités représentatives d'une certaine valeur honorifique, ou d'influence à l'aune des schémas cognitifs sociaux.

▪ La réputation

Il s'agit d'avantages non pécuniaires principalement individuels et spécifiques à leur propriétaire, et donc difficilement cessibles à un tiers tels le prestige social (reconnaissance publique, récompenses honorifiques), la tradition familiale, les relations personnelles ou la promotion de membres familiaux. La distinction avec les aménités réside dans le caractère spécifique à l'individu de ces bénéfices privés.

Meeker et Joy [1980] énoncent trois conditions nécessaires à l'existence d'une prime transactionnelle pour les actions de contrôle, relativement aux transactions des actionnaires minoritaires : « [...], *three conditions must be met : (1) control must provide special benefits not available to minority shareholders ; (2) control group members must, individually, be able to exploit those benefits of control ; and (3) control shares must be effectively isolated from minority shares in the market.* » , (Meeker et Joy [1980], page 298).

L'analyse des auteurs, adaptée aux sociétés bancaires, fait ressortir une multitude de bénéfices du contrôle, pécuniaires ou non. Les bénéfices non pécuniaires comprennent principalement le pouvoir et le prestige associés à une position de contrôle, bien que ces éléments puissent se traduire par des bénéfices pécuniaires en raison de la position dominante conférée au sein de la société. Les bénéfices pécuniaires peuvent dériver de deux sources : rentes économiques ou allocation préférentielle des ressources au profit des actionnaires de contrôle. Les auteurs soulignent toutefois que l'existence de tels bénéfices privés ne remet pas forcément en cause

²¹⁶ Ensemble des avantages non monétaires découlant d'un droit de propriété (Grand Dictionnaire Terminologique de l'Office québécois de la langue française).

l'absence de rendement concurrentiel pour les actionnaires minoritaires, sous l'hypothèse que ce traitement différencié des actionnaires soit pris en compte dans le prix des actions minoritaires, ce qui sous-entend un marché différencié des actions de contrôle et des actions minoritaires. Les banques produisent deux sources potentielles de rente économique : un contrôle réglementaire strict imposant de fortes barrières à l'entrée, et un vivier d'opportunités entrepreneuriales. Les bénéficiaires privés des actionnaires de contrôle comprennent, de manière non exhaustive, la possibilité d'intégrer l'équipe managériale pour une rémunération excessive, d'utiliser les ressources bancaires à leur profit direct ou au bénéfice de tiers amis, d'ajuster le paiement des dividendes à leurs besoins d'investissement et de consommation, d'utiliser des ressources bancaires à des taux préférentiels, d'effectuer des dépenses somptuaires au sens de Jensen et Meckling [1976], de réduire l'incertitude sur la situation de leur société puisque disposant d'un accès privilégié à l'information, ou enfin d'obtenir une information confidentielle sur les clients de la société.

La condition de stabilité du groupe de contrôle est primordiale pour que l'ensemble des actionnaires de contrôle individuellement puisse exploiter les bénéfices du contrôle, et donc essentielle à l'existence de la prime de contrôle. Deux facteurs importants sont alors à considérer : la taille de la coalition d'actionnaires et le coût de gestion et de décision communes. Pour Meeker et Joy [1980] la participation au capital de groupes familiaux ou de noyaux durs, et l'utilisation d'agréments formels restreignant le droit de vente des actions des partenaires (pactes d'actionnaires ou clauses d'agrément) permettent d'atteindre cet objectif de stabilité du groupe de contrôle. De plus, l'efficacité de la stabilité de la coalition d'actionnaires dépend de la taille du groupe de contrôle. En effet, les groupes importants sont enclins à une plus grande instabilité, en raison de difficultés à mettre en place des mécanismes de contrainte pour l'ensemble des membres de la coalition (et une probabilité plus forte de déplacement de la majorité de contrôle avec d'autres actionnaires minoritaires), du partage individuel équitable des bénéfices du contrôle, et du coût croissant de formation et de gestion d'un nombre important de partenaires.

Enfin, l'existence de bénéficiaires différenciés du contrôle est une condition nécessaire mais non suffisante à l'existence d'une prime de contrôle, le prix d'équilibre des titres de contrôle dépendant également du jeu concurrentiel entre investisseurs détenant des participations de contrôle et acquéreurs potentiels. Meeker et Joy [1980] considèrent trois cas de figure :

- Les opérations d'acquisition du contrôle absolu de la firme à partir d'actionnaires de contrôle : l'existence de la prime de contrôle est doublement justifiée par la présence

d'actionnaires vendeurs bénéficiant des prérogatives du contrôle, et d'investisseurs qui en bénéficieront suite à l'acquisition de leurs titres ;

- Les opérations d'acquisition du contrôle absolu de la firme à partir de l'actionnariat minoritaire dispersé : dans la mesure où les actionnaires minoritaires ne bénéficient pas des avantages du contrôle, le prix demandé est celui des actions minoritaires ; en revanche, la concurrence entre plusieurs acquéreurs potentiels (en raison notamment de l'incitation que peuvent avoir les actionnaires minoritaires à former une coalition de contrôle) implique l'existence d'une prime diminuée de l'équivalent certain du risque de non acquisition du contrôle absolu.
- Les opérations d'acquisition du contrôle absolu de la firme à partir d'un actionnaire ayant une participation initiale inférieure à 50% dans le capital de la firme (*working control interest*). Le raisonnement est identique : la participation, même minoritaire, possède un attribut de contrôle qui est toutefois moins sûr que le contrôle absolu, ce qui implique une prime de contrôle moindre que dans le premier cas.

L'étude de Meeker et Joy [1980] confirme l'existence d'une prime de contrôle entre 50% et 70% du prix des actions minoritaires, dans le cadre de la cession de blocs de contrôle absolu, mais laisse sans réponse la hiérarchie des primes de contrôle entre les différents cas exposés. De plus, les auteurs confirment l'importance de la taille des coalitions d'actionnaire en montrant que le contrôle possède une valeur supérieure pour les groupes de petite taille. Dyck et Zingales [2002] dressent une synthèse internationale hétéroclite selon les pays (tableau 2.15).

Tableau 2. 15 – Les caractéristiques des primes lors de transactions de blocs, Dyck et Zingales [2002] repris par Le Maux [2003]

Pays	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min.	Max.	% d'échange à prime négative
<i>Echantillon de 39 pays</i>	14%	11%	18%	-4%	48%	27%
<i>Allemagne</i>	10%	10%	13%	-24%	32%	16%
<i>Brésil</i>	65%	49%	83%	6%	299%	50%
<i>Etats-Unis</i>	2%	2%	10%	-20%	40%	40%
<i>France</i>	2%	1%	10%	-10%	17%	36%
<i>Hong-Kong</i>	1%	3%	5%	-12%	5%	22%
<i>Japon</i>	-4%	-1%	9%	9%	34%	76%
<i>Mexique</i>	34%	47%	35%	-4%	77%	20%

On en déduit aisément l'influence des structures légales de protection des actionnaires dans l'amplitude de la prime de contrôle : le degré d'expropriation des actionnaires minoritaires dépend fortement des cadres réglementaire et législatif nationaux. Ainsi, La Porta *et al.* [2000] établissent que les pays où la protection juridique des actionnaires minoritaires est faible et les marchés de capitaux faiblement développés favorisent l'extraction des bénéfices privés de par la faible surveillance du marché et l'absence de contrainte réglementaire. A l'inverse, les pays où les marchés financiers sont fortement développés s'assoient sur une protection efficace des actionnaires minoritaires et amoindrissent les possibilités d'extraction des bénéfices privés par les actionnaires majoritaires²¹⁷.

Pour de La Bruslerie [2004], page 2, « [...] *la logique du contrôle économique se différencie et se détache de la pure logique politique et juridique qui associe pouvoir et majorité. La logique de contrôle conduit à mettre au second plan le conflit d'agence [...], c'est-à-dire la relation entre dirigeants et actionnaires. [...] Les dirigeants et les actionnaires de contrôle partagent des fonctions de comportement analogues, la même jouissance d'une information économique vraie et privée, la prise des décisions stratégiques dans l'entreprise*

²¹⁷ En France, les actionnaires minoritaires se sont vu élargir leurs prérogatives. L'activisme des actionnaires minoritaires est favorisé par le législateur notamment par la loi du 23 juillet 1989 permettant l'action en justice collective, la recommandation du 23 juillet 1994 obligeant les investisseurs institutionnels étrangers à exercer leur droit de vote ou encore la loi du 8 août 1994 autorisant l'action en justice pour réparation d'un préjudice individuel par des associations d'actionnaires.

et détournent à leur profit une partie du bénéfice économique brut. ». L'auteur déduit la notion de bénéfices privés de la concentration du pouvoir par un ou plusieurs actionnaires dominants, résultant en une expropriation des actionnaires minoritaires. Il n'y a donc plus unicité des actionnaires ; il existe au contraire une asymétrie informationnelle entre actionnaires de contrôle et actionnaires extérieurs, ces derniers subissant l'expropriation d'une partie des *cash flows* par les actionnaires de contrôle. Toutefois, sous l'hypothèse d'anticipations rationnelles des actionnaires extérieurs, ce risque d'expropriation est inclus dans leur propre évaluation de l'entreprise.

De La Bruslerie [2004] considère que les comportements des actionnaires de contrôle et des dirigeants convergent, bien qu'ils diffèrent initialement en termes de patrimoine financier et de droits au bénéfice de l'entreprise. La mise en place de mécanismes d'incitation induit trois implications pour cette convergence d'intérêt : (1) les dirigeants sont des actionnaires de fait dans la mesure où leur sont attribués des droits pécuniaires sur les *cash flows* de l'entreprise (intéressement, attribution d'options d'achat ou participation dans le capital de la société), (2) le capital humain et financier des dirigeants est soumis à une même logique de sous-diversification, donc de risque spécifique que les actionnaires de contrôle, et (3) l'existence de contrats optimaux incitatifs implique la divulgation de l'information privée des dirigeants aux actionnaires de contrôle, les deux types d'agents étant détenteurs d'une information privilégiée relativement aux actionnaires extérieurs.

En revanche, les actionnaires extérieurs possèdent le droit similaire au bénéfice de l'entreprise, à proportion due de leur participation, mais se caractérisent par un patrimoine financier diversifié et sont soumis à l'asymétrie informationnelle des dirigeants et actionnaires de contrôle. Le conflit d'agence traditionnel entre actionnaires et dirigeants se déplace alors entre actionnaires extérieurs et le couple dirigeants-actionnaires de contrôle, réintroduisant ainsi le rôle du pouvoir dans l'organisation.

Sur le constat de permanence de la concentration du capital des sociétés, Roe [2002] établit que l'incitation au contrôle d'actionnaires majoritaires est au moins pour partie indépendante des environnements légaux nationaux. L'auteur fait l'hypothèse qu'il existe des coûts d'agence A_M induits par le dirigeant (dépenses somptuaires et gestion sous-optimale en raison du sous ou du sur-investissement) évitables par l'action d'un actionnaire de contrôle (ou d'une coalition d'actionnaires). Roe [2002] simplifie le problème en supposant le cas d'un contrôle majoritaire absolu de 50%. La décision de contrôle d'un groupe d'actionnaires majoritaires impose un coût direct de surveillance C_S mais également une appropriation de

bénéfices privés d'un montant B . En posant V la valeur intrinsèque de la société, le contrôle d'un actionnariat majoritaire se justifie lorsque :

$$0,5 \cdot V + B - C_S > 0,5 \cdot (V - A_M)$$

Autrement dit, lorsque :

$$B + 0,5 \cdot A_M > C_S$$

L'interprétation de cette inégalité est directe : la logique de contrôle d'un actionnaire majoritaire émerge sous la double condition de bénéfices privés B élevés et d'un potentiel important d'amélioration de la gestion de la société (des coûts d'agence A_M élevés) par l'activité de contrôle.

De La Bruslerie [2004], conteste la simplification outrancière du modèle en considérant que la participation de contrôle, la valeur de l'entreprise (via le levier d'endettement) et le montant des bénéfices privés sont endogènes. L'objectif de contrôle peut alors s'écrire ainsi :

$$\alpha \cdot V(k_C(\alpha), \lambda_C) + B(\alpha, A_M) - C_S > \alpha \cdot V(k_M, \lambda_M) - \alpha \cdot A_M$$

Avec α , la participation de contrôle, k_C, k_M le coût du capital en présence d'actionnaire de contrôle, comprenant le coût de la sous-diversification donc fonction croissante de α , et le coût du capital en l'absence d'actionnaire de contrôle (coût du capital des actionnaires minoritaires dispersés), inférieur au premier, λ_C, λ_M les leviers d'endettement avec et sans actionnaire de contrôle (différenciés car les coûts de capital différents peuvent induire des leviers d'endettement différents).

La valeur V de la firme dépend naturellement des coûts de capital et des leviers d'endettement en présence ou non de l'actionnaire de contrôle. Le montant B des bénéfices privés dépend également de la participation de contrôle puisque leur extraction est plus ou moins aisée en fonction du degré de dispersion de l'actionnariat mais également de l'économie de coûts managériaux (A_M). Dans ce cadre, l'émergence d'un actionnaire de contrôle détermine la participation de contrôle, le levier d'endettement optimal et le montant exproprié aux actionnaires extérieurs.

L'auteur montre que le comportement de l'actionnaire de contrôle n'est pas univoque et qu'il fait face à un arbitrage entre les gains liés à sa participation dans la société (droits aux *cash flows*) et ceux liés à l'appropriation de bénéfices privés. Il existe alors un seuil de contrôle optimal pour l'actionnaire majoritaire, définissant un niveau d'appropriation de bénéfices privés. L'actionnaire de contrôle augmentant sa participation au-delà de ce seuil envoie un signal d'expropriation moindre des actionnaires minoritaires, puisqu'il bénéficie d'un

accroissement de ses droits pécuniaires sur le résultat de l'entreprise, diminuant l'importance de ses bénéfices privés (logique de contrôle autorégulé). En revanche, un actionnaire de contrôle détenant une participation inférieure à ce seuil optimal et augmentant sa participation sans toutefois aller au-delà, envoie un signal négatif d'accroissement de l'expropriation des actionnaires minoritaires, facilitée par l'augmentation de son pouvoir dans l'entreprise (logique de prédation pure). Le seuil de contrôle optimal se définit comme le seuil d'équilibre entre appropriation et droits pécuniaires sur le résultat de l'entreprise (encadré 2.13, tableau 2.16).

De la Bruslerie souligne l'importance de la politique d'information de l'actionnaire de contrôle en direction des actionnaires minoritaires dans l'objectif de masquer l'appropriation des bénéfices privés. Confiance et crédibilité en/des dirigeants/actionnaires de contrôle apparaissent comme critères principaux de la participation des minoritaires dans la politique de l'entreprise. L'auteur introduit enfin la dette comme critère supplémentaire d'appréciation des actionnaires minoritaires sur le comportement de prédation ou non de l'actionnaire de contrôle, en fonction de la logique de contrôle qui le caractérise. Cependant, la dette peut envoyer un signal positif en raison de son caractère disciplinaire, mais également négatif lorsqu'elle est utilisée par l'actionnaire de contrôle pour augmenter son appropriation (car la charge de la dette diminue la valeur des droits au résultat de la société). « *Logiques de contrôle, d'endettement et de prédation s'interpénètrent, se confortent ou s'annulent à certains niveaux.* », (de La Bruslerie [2004], page 43).

Encadré 2. 13 – Logiques de contrôle, endettement et appropriation de bénéfices privés

Cet encadré repose sur les travaux de la Bruslerie [2004], pages 41-44.

Tableau 2. 16 – Logiques de contrôle de d'appropriation de bénéfices privés en présence de dette – de la Bruslerie [2004]

	Variation de la participation et de l'endettement de même sens		Variation de la participation et de l'endettement en sens opposé	
	Hausse conjointe	Baisse conjointe	Hausse de la participation et baisse de l'endettement	Baisse de la participation et hausse de l'endettement
Participation de l'actionnaire de contrôle élevée	<i>Logique de contrôlant contrôlé</i>		<i>Logique du contrôlant bien installé</i>	
	Diminution de l'appropriation	Augmentation de l'appropriation	Diminution de l'appropriation	Augmentation de l'appropriation
Participation de l'actionnaire de contrôle faible	<i>Logique de prédation totale</i>		<i>Logique de montée en puissance sans endettement</i>	
	Prédation totale	Diminution de la prédation	Augmentation de la prédation	Diminution de la prédation

Précisons les logiques de l'actionnaire contrôlant en présence de dette, en définissant une participation élevée comme supérieure au seuil de contrôle optimal et inversement pour une participation faible.

▪ **Logique de contrôlant contrôlé**

L'actionnaire de contrôle autorégule son appropriation (du fait d'une participation élevée lui procurant une rente organisationnelle importante sur les résultats de l'entreprise), la dette renforçant ce rôle disciplinaire. Ainsi, la hausse conjointe de la participation et de la dette représente un cercle vertueux tandis qu'une diminution conjointe envoie un signal négatif d'augmentation de l'appropriation.

▪ **Logique de prédation totale**

L'actionnaire de contrôle est dans une situation où toute augmentation de sa participation s'accompagne d'une hausse de l'appropriation (puisqu'il est en deçà du seuil de contrôle optimal), l'effet disciplinant de la dette étant insuffisant (à l'exception de taux d'endettement élevés) et renforçant au contraire l'incitation à l'appropriation. À l'inverse, toute diminution conjointe de la participation et de la dette se traduit par une diminution de l'appropriation.

▪ **Logique du contrôlant bien installé**

Autorégulation du contrôlant et diminution de la dette vont de pair : l'actionnaire de contrôle diminue sa prédation lorsqu'il augmente sa participation (s'éloignant davantage du seuil de contrôle optimal), et ce d'autant plus que la diminution de la dette augmente relativement le résultat de l'entreprise. L'inverse en revanche traduit une incitation plus forte à la prédation, les droits pécuniaires sur le résultat de l'entreprise diminuant.

▪ **Logique de montée en puissance sans endettement**

De même que pour la logique de prédation totale, l'actionnaire de contrôle est dans une situation où toute augmentation de sa participation s'accompagne d'une hausse de l'appropriation (puisqu'il est en deçà du seuil de contrôle optimal), l'effet disciplinant de la dette n'ayant qu'un effet marginal (à l'exception de taux d'endettement élevés) en diminuant l'incitation à l'appropriation.

Au final, la dette possède un rôle disciplinant équivoque envoyant des signaux différents en fonction de l'évolution conjointe ou non des taux de participation de l'actionnaire de contrôle et de l'endettement, conditionnellement au niveau de participation initiale de l'actionnaire majoritaire.

Zwiebel [1995], soutient quant à lui l'argument de divisibilité des bénéfices du contrôle. Prolongeant le constat empirique de constitution de blocs de contrôle de taille sous-

optimale²¹⁸, l'auteur développe un modèle théorique de bénéfices partiels du contrôle. L'argument principal du modèle est que le rôle actif des coalitions de contrôle incite à la détention de blocs de titres. L'auteur suppose que l'ensemble des sources des bénéfices du contrôle, à savoir « *the ability of management (or directors) to dilute corporate funds for private benefits, synergies obtainable through mergers, favours conferred by a firm, access to inside information, perquisites of control, and utility derived directly from power or control.* » (Zwiebel [1995], page 162), est divisible parmi les actionnaires d'une coalition de contrôle, raison principale du comportement stratégique de formation de tels groupes. Sous cette hypothèse, Zwiebel montre l'existence de trois types de structures actionnariales : (1) un seul actionnaire de contrôle, impliquant l'existence d'un seuil de détention à partir duquel les autres investisseurs sont désincités à détenir un bloc de contrôle minoritaire (l'actionnaire de contrôle s'appropriant l'ensemble des bénéfices privés), (2) un actionnaire de contrôle important et plusieurs actionnaires de blocs minoritaires (le nombre d'actionnaires de blocs minoritaires étant une fonction décroissante de la participation du premier actionnaire de contrôle en raison d'un partage moins favorable des bénéfices du contrôle) et (3) un actionnariat constitué de nombreux blocs de contrôle minoritaires, sans actionnaire dominant. La limite principale du modèle consiste en l'hypothèse d'un dirigeant relativement passif dans l'exercice du contrôle au sein de la société, considéré comme simple partie prenante à la coalition d'actionnaires, donc avec un objectif commun. Or, cette hypothèse peut paraître lourde eu égard au rôle actif du dirigeant dans le contrôle de la firme, pouvant être une source de contrepouvoir importante, d'autant plus lorsqu'il reçoit le soutien de sa propre holding de participation, des bruiteurs sur le marché des titres, ou de ses aptitudes d'enracinement.

Holderness et Sheehan [1988] analysent l'influence d'actionnaires majoritaires sur la performance de 114 sociétés cotées sur le NYSE et l'AMEX. Les auteurs concluent à l'infirmité du rôle d'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires : ils détiennent des participations en moyenne supérieures (64%) au niveau rationnel si tel était leur objectif, et la survie des firmes n'est pas plus menacée en leur présence.

²¹⁸ Les sociétés issues de Fortune 500 pour l'année 1981 présentent en moyenne 10-15 actionnaires ayant une participation supérieure à 1%, 4-7 actionnaires ayant des blocs de titres supérieurs à 2% du capital et 1-4 actionnaires avec une participation supérieure à 5%, Zwiebel [1995].

B. L'INEFFICIENCE DU CONTRÔLE DES ACTIONNAIRES : LES COÛTS D'INCITATION DU DIRIGEANT

L'IMPERFECTION DU MARCHÉ DES DIRIGEANTS : LE MODÈLE DE CRÉMER [1995]

« [...] better information about the quality of the agent must be traded off against the loss of power of the incentives. », Crémer [1995], page 290.

Crémer [1995] remet en cause l'hypothèse forte de la théorie de l'agence selon laquelle le contrôle efficient du principal est toujours positif dans la mesure où il résout l'alea moral du dirigeant. Or, l'auteur met en évidence, lorsqu'un principal a une connaissance imparfaite et incomplète du marché des dirigeants (situation de sélection adverse), qu'il existe un coût d'incitation supplémentaire au contrôle effectif de l'agent, en raison d'une diminution du pouvoir incitatif de la rémunération car la menace de remplacement du dirigeant perd en crédibilité.

L'encadré suivant illustre ce raisonnement.

Encadré 2. 14 – Synthèse du raisonnement de Crémer [1995]

Cet encadré repose sur les travaux de Crémer [1995].

Les hypothèses clés du modèle de Crémer [1995] sont d'une part que les actionnaires ont une information incomplète du marché des dirigeants et supportent donc un coût de sélection adverse lorsqu'ils doivent en embaucher, d'autre part qu'il y a renégociation contractuelle de la rémunération du dirigeant entre deux périodes. La dernière hypothèse importante est que les actionnaires peuvent choisir une technologie informationnelle efficiente ou non, *i.e.* que le contrôle peut être efficace (les actionnaires connaissent *ex post* le type du dirigeant, son niveau d'effort, et l'état de la nature qui concourent à expliquer le profit de l'entreprise) ou imparfait (les actionnaires basent leur choix de remplacement ou non du dirigeant sur la seule valeur du profit).

Il est utile de préciser que quelle que soit la nature de la technologie informationnelle choisie, elle ne permet pas d'éliminer le problème d'asymétrie informationnelle vis-à-vis du marché des dirigeants.

La séquence d'événements du modèle est la suivante :

- La compétence du dirigeant (son type – bon ou mauvais) est définie.
- Le dirigeant conditionne son niveau d'effort au salaire d'efficience qui lui est proposé en rémunération.
- L'état de la nature est connu : environnement favorable ou défavorable, et fixe le niveau de profit de la firme.

- Les actionnaires choisissent la technologie informationnelle – efficiente ou non – qui leur permet d’avoir une information précise ou non sur les raisons du niveau de profit de la firme.
- Les actionnaires décident de remplacer ou non l’équipe dirigeante.
- Les négociation (en cas de remplacement) ou renégociation (en cas de non remplacement) salariales du dirigeant prennent place.
- Le dirigeant conditionne son niveau d’effort au salaire d’efficience qui lui est proposé en rémunération.
- L’état de la nature est connu : environnement favorable ou défavorable, et fixe le niveau de profit de la firme.

▪ Cas du contrôle inefficace

Les actionnaires évaluent le profit de l’entreprise.

- Si le profit est faible, ils remplacent le dirigeant :
 - Coût du remplacement : le coût habituel de sélection adverse en raison de l’information imparfaite des actionnaires du marché des dirigeants.
 - Bénéfice d’opportunité du remplacement : le salaire d’efficience donné au nouveau dirigeant est la même rémunération conditionnée à l’aptitude demandée, et à l’incertitude sur le type de l’agent retenu ($w_2 = w_1$).
- Si le profit est élevé, le dirigeant reste en place :
 - Coût d’alea moral dans la mesure où les actionnaires ne savent pas si leur dirigeant a le profil adapté au poste, exerce un effort réel ou s’il bénéficie d’un état favorable de la nature.
 - Bénéfice d’opportunité : le salaire d’efficience donné à l’ancien dirigeant est la même rémunération conditionnée à l’aptitude demandée, l’incertitude sur son type n’étant pas levée ($w_2 = w_1$).

▪ Cas du contrôle efficace

Les actionnaires évaluent la compétence de leur dirigeant (type).

- Si le dirigeant est de type mauvais, ils le remplacent :
 - Coût du remplacement : le coût de sélection adverse en raison de l’information imparfaite des actionnaires du marché des dirigeants.
 - Bénéfice d’opportunité du remplacement : le salaire d’efficience donné au nouveau dirigeant est la même rémunération conditionnée à l’aptitude demandée, et à l’incertitude sur le type de l’agent retenu ($w_2 = w_1$).
- Si le dirigeant est de type bon, il reste en place :
 - Coût d’incitation : dans la mesure où le dirigeant sait que les actionnaires ont connaissance de son type (bon) la menace de renvoi en cas de profit faible perd en crédibilité (en raison du coût de sélection adverse, les actionnaires savent que leur dirigeant est compétent, et ne souhaitent pas prendre le risque d’en sélectionner un moins compétent). Par conséquent, la rémunération incitative au même niveau d’effort que précédemment est à un niveau plus élevé ($w_2 > w_1$).
 - Bénéfice d’opportunité : réduction de l’alea moral entre actionnaires et dirigeant.

Ainsi, si le contrôle procure des bénéfices (la réduction de l'asymétrie informationnelle *ex post*), il comporte également un coût d'incitation. En fonction des gains nets de chaque technologie informationnelle, les actionnaires peuvent indifféremment avoir à privilégier l'une ou l'autre, le contrôle n'étant pas toujours la solution maximisant la valeur de la firme.

LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ COMME MÉCANISME D'INCITATION À L'INITIATIVE DU DIRIGEANT: LE MODÈLE DE BURKART, GROMB ET PANUNZI [1997]

« [...] *the ownership structure is an instrument to solve the trade-off between control and initiative because it determines the shareholders' incentives to monitor.* », Burkart, Gromb et Panunzi [1997], page 694.

Burkart, Gromb et Panunzi [1997] apportent une solution au problème soulevé par Crémer [1995] dans le cadre d'une relation d'agence : un contrôle efficace induit une diminution des coûts d'agence mais comporte également un coût d'incitation.

Le raisonnement de Burkart, Gromb et Panunzi [1997] consiste à considérer la structure de propriété comme un mécanisme d'arbitrage entre coûts d'agence et problème de *'hold-up'*. Les actionnaires font face à une problématique de contentement dans la mesure où « *trop de contrôle, tue le contrôle* ». En effet, un contrôle effectif du comportement du dirigeant réduit les coûts d'agence mais également l'initiative du dirigeant, espace discrétionnaire nécessaire à la création de valeur²¹⁹, de peur d'être soumis à un problème de *'hold-up'* de la part des actionnaires. L'hypothèse centrale du modèle est que l'activité de contrôle des actionnaires est contingente à l'effort initial du dirigeant. Si le dirigeant ne fournit pas d'effort, le contrôle est inopérant. Dans le cas où le dirigeant fournit un effort, il choisit un projet profitable mais qui lui est plus favorable qu'aux actionnaires. Cependant, les actionnaires ont une probabilité non nulle (mais non certaine) d'observer les opportunités d'investissement soulevées par le dirigeant, et peuvent donc le contraindre à choisir l'opportunité qui leur est la plus profitable, à son détriment. La rationalité du dirigeant le conduit à la passivité, s'il est certain de ne pouvoir profiter de son effort.

Autrement dit, les décisions de vote des actionnaires sont soumises à un problème d'incohérence temporelle dans la mesure où le contrôle effectif des actionnaires est profitable *ex post* mais non *ex ante*, et que les actionnaires ne peuvent s'engager de manière crédible *ex*

²¹⁹ En dépit de divergences d'intérêts, l'initiative du dirigeant est nécessaire à la création de valeur. Burkart, Gromb et Panunzi [1997] réintègrent le rôle actif, ici informationnel, du dirigeant dans la création de la rente organisationnelle.

ante à ne pas user de leurs prérogatives *ex post*. Pour les auteurs, cette incohérence temporelle peut être levée par la structure de propriété (encadré 2.15).

Encadré 2. 15 – Synthèse du raisonnement de Burkart, Gromb et Panunzi [1997]

Cet encadré repose sur les travaux de Burkart, Gromb et Panunzi [1997].

Les auteurs mettent en exergue le rôle central du dirigeant non seulement dans l'émergence de coûts d'agence mais également dans la création de la rente organisationnelle, et le dilemme du degré de concentration de la structure de propriété :

- La concentration de la structure de propriété augmente la probabilité de contrôle effectif et envoie donc un signal fort de *'hold up'* du dirigeant au sens où les actionnaires l'obligent à soulever les opportunités les plus profitables financièrement mais non forcément favorables à sa réputation ou tout autre caractère permettant au dirigeant d'augmenter la valeur de ses compétences. Dans ce cadre, la diminution des coûts d'agence est compensée par une augmentation des coûts d'opportunités en raison de la désincitation à l'effort et à l'initiative du dirigeant.
- Inversement, un actionnariat dispersé se traduit par un contrôle non plus effectif mais formel, encourageant le dirigeant à l'effort d'investissement spécifique dans l'information sur l'existence d'opportunités profitables et créatrices de valeur, au détriment d'une augmentation des coûts d'agence.

Burkart, Gromb et Panunzi [1997] en déduisent l'existence d'un degré de concentration optimal de la propriété, fruit de l'arbitrage entre bénéfices et coûts du contrôle, ou encore entre une latitude managériale nécessaire à l'augmentation de la rente organisationnelle mais source d'accroissement des coûts d'agence.

Les bénéfices et coûts du contrôle exposés précédemment incitent naturellement à penser la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance des sociétés comme non forcément linéaire et contingente au comportement des grands actionnaires et de l'exercice de leur pouvoir de contrôle dans un objectif social ou privé.

LA RELATION NON LINÉAIRE ENTRE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT ET LA PERFORMANCE : UN ARBITRAGE ENTRE BÉNÉFICES ET COÛTS DU CONTRÔLE

« Large shareholders thus address the agency problem in that they have both a general interest in profit maximization and enough control over the assets of the firm to have their interest respected, [but as their] ownership gets beyond a certain point, large owners gain nearly full control of the company and are wealthy enough to prefer to use firms to generate private benefits of control that are not shared by minority shareholders. », Shleifer et Vishny [1997], pages 754 et 759.

LE MODÈLE DE STULZ [1988] : L'EXISTENCE D'UN SEUIL OPTIMAL DE CONCENTRATION DU CAPITAL

Stulz [1988] modélise une relation non linéaire entre la participation du dirigeant et la valeur de la firme, mais ce modèle est généralisable à toute autre type d'actionnaire de contrôle. Le raisonnement de Stulz [1988] s'intègre dans le cadre du marché du contrôle. L'auteur considère que la valeur d'une société pour un investisseur individuel possède deux composantes :

- La valeur actualisée des *cash flows*, qui dépend uniquement de la réalisation des profits de la firme (l'analyse de Stulz [1988] occulte tout rôle actif de l'équipe dirigeante dans la création de la rente²²⁰).
- La valeur d'une prime de contrôle potentielle en cas d'acquisition. Cette prime de contrôle dépend alors de la prime individuelle offerte pour chaque titre mais également de la probabilité d'occurrence d'une prise de contrôle. Pour Stulz [1988], le niveau de participation des dirigeants a une influence opposée sur ces deux variables.

L'auteur analyse l'influence de la prise de contrôle seule en montrant que le taux de participation α des dirigeants dans le capital de la firme augmente la prime de contrôle mais diminue la probabilité d'une offre publique d'achat²²¹.

²²⁰ L'intégration du rôle de l'équipe dirigeante nécessiterait en effet la prise en compte de la participation des dirigeants comme mécanisme incitatif à la création de la rente. Stulz [1988] considère ici uniquement le rôle de surveillance du marché du contrôle.

²²¹ La prime de contrôle est une fonction croissante de α : dans la mesure où la participation des dirigeants diminue le nombre de titres potentiellement portés à l'offre (l'acquéreur ne connaissant pas la distribution de la probabilité de réponse favorable des investisseurs individuels dépendant de leur situation fiscale sur la taxation des gains en capital), l'acquéreur doit proposer une prime plus importante pour remporter le succès de l'offre. Le même raisonnement conduit également à la relation négative entre α et la probabilité d'une prise de contrôle, l'augmentation du coût d'acquisition évinçant les offres pour lesquelles les gains privés de l'acquéreur sont insuffisants.

La valeur de la firme *ex ante*²²² est donc :

$$V_0(\alpha) = \left(\frac{1}{1+R} \right) \cdot \left[\underbrace{E(y)}_{\text{Valeur intrinsèque}} + \underbrace{i \cdot p \int_0^{\bar{G}} P(G, \alpha) \cdot N(P(G, \alpha), \alpha) \frac{\partial G}{G}}_{\text{Valeur d'une prise de contrôle potentielle}} \right]$$

Avec :

- R : le taux d'actualisation ;
- $E(y)$: l'espérance de rendement de la firme en seconde période ;
- i : une variable indiquant si l'acquéreur potentiel s'informe ou non (0;1) sur les profits de seconde période de la firme ;
- p : la probabilité d'une prise de contrôle ;
- $P(G, \alpha)$: le prix offert conditionnellement au gain G de l'acquéreur, $G \in [0, \bar{G}]$ et à la participation des dirigeants α dans le capital de la firme ;
- $N(P(G, \alpha), \alpha)$: le nombre de titres apportés à l'offre conditionnellement au prix proposé et à la participation de l'équipe dirigeante.

Autrement dit, la valeur de la firme est la somme de sa valeur intrinsèque (liée à sa performance) et de la valeur potentielle d'une prise de contrôle.

Stulz [1988] montre qu'il existe un niveau de participation des dirigeants optimal ($\alpha = \alpha^*$), maximisant la valeur de la firme (la prime conditionnelle à une prise de contrôle).

Ainsi, pour des valeurs faibles de α , ($\alpha < \alpha^*$), l'augmentation de la participation des dirigeants a un impact net positif sur la valeur de la firme (accroissement de la prime de contrôle compensant relativement plus l'impact négatif d'une diminution de la probabilité d'une offre publique). Inversement, pour des valeurs élevées de α , ($\alpha > \alpha^*$), la diminution de la participation des dirigeants a un impact net positif. L'encadré suivant résume la pensée de l'auteur.

²²² Stulz [1988] considère un modèle à deux périodes.

Encadré 2. 16 – Synthèse du raisonnement de Stulz [1988]

Cet encadré repose sur les travaux de Stulz [1988].

Le cœur de l'analyse de l'auteur réside dans le lien entre la participation des dirigeants et la probabilité de survenance d'une prise de contrôle, Stulz s'attache à l'étude des déterminants de ces deux variables.

Ainsi, les caractéristiques des dirigeants influencent fortement leur niveau d'engagement, fonction décroissante de leur aversion au risque (sous-diversification de leur portefeuille) mais fonction croissante de leur patrimoine et de l'importance de leurs bénéfices privés.

De même, une variation de la structure financière de la firme (levier financier et rachat d'actions) influence la participation des dirigeants (un niveau trop élevé du ratio d'endettement accroît le risque de leur participation) mais également la probabilité d'une prise de contrôle (en diminuant l'avantage pécuniaire des bénéfices privés ou en augmentant la difficulté d'acquisition du contrôle). Enfin, l'existence de droits différenciés ou de noyaux durs d'actionnaires (ou tout autre moyen verrouillant le contrôle de la firme) ont une influence duale puisqu'ils peuvent pallier un faible niveau de α (lorsque $\alpha < \alpha^*$) ou bien en accroître davantage l'éloignement (et ainsi se trouver dans une situation telle que $\alpha > \alpha^*$).

Le modèle de Stulz [1988] conduit donc à l'existence d'une participation optimale des dirigeants (ou d'un actionnaire de contrôle) dans le capital de la firme et à une relation non linéaire de forme concave entre ce niveau de participation et la valeur de la firme. L'accroissement de la propriété et de leurs droits de contrôle entraîne à partir d'un certain seuil un impact négatif sur la valeur de la firme en raison de l'enracinement des dirigeants/actionnaires de contrôle, qui compense les bénéfices de l'incitation à la performance des droits pécuniaires.

L'AMBIGUÏTÉ DE L'INFLUENCE DE LA CONCENTRATION DU CAPITAL SUR LA VALEUR DE LA FIRME

Demsetz [1983] de même que Demsetz et Lehn [1985] établissent l'absence de lien significatif entre le degré de concentration de la propriété et le taux de profit comptable des sociétés. Les auteurs suggèrent que les coûts liés à la perte de contrôle des actionnaires – notamment une diminution des profits – doivent être compensés par un coût d'acquisition du capital plus faible ou d'autres facteurs d'augmentation du profit liés à la dispersion du capital. Wruck [1989] montre d'une part que les cessions privées de blocs de titres ont un objectif de renforcement de la concentration du pouvoir dans l'entreprise et d'autre part que leur annonce est associée à une rentabilité anormale positive moyenne de 4,5% pour les autres actionnaires

(au contraire de cessions publiques exhibant une rentabilité anormale négative de 3% en moyenne) ; mais l'influence de l'augmentation de la concentration du capital sur la valeur de la firme est équivoque en fonction de son niveau. L'auteur montre pour un échantillon de 128 ventes privées de blocs de contrôle un impact positif pour des niveaux de concentration *ex post* faibles (entre 0 et 5%) ou élevés ($\geq 25\%$) et un impact négatif pour des niveaux *ex post* intermédiaires (entre 5% et 25%). L'auteur en conclut que pour des niveaux intermédiaires de concentration, l'impact négatif de l'enracinement des actionnaires de contrôle compense fortement les bénéfices du contrôle. De plus, lorsque l'équipe dirigeante en place agrée un changement du contrôle ou encore propose un siège d'administrateur à l'acquéreur, l'impact marginal sur la valeur de la firme est négatif, confirmant la crainte d'un renforcement de l'enracinement.

Claessens, Djankov, Fan et Lang [2002] analysent les effets incitatifs au contrôle mais également d'enracinement des actionnaires importants pour un échantillon de 1301 sociétés asiatiques. Les auteurs mettent en évidence l'impact ambigu de la présence d'actionnaires de contrôle et le rôle central de la séparation des droits pécuniaires des droits de vote, montrant que la valeur des firmes (mesurée par le rapport de la valeur de marché sur la valeur de l'actif) augmente avec la participation au capital de l'actionnaire le plus important mais qu'une différenciation entre ses droits de vote et ses droits pécuniaires diminue la valeur de la firme, et ce d'autant plus que l'amplitude entre les deux types de droits est importante, autrement dit que les droits de contrôle excèdent les droits de créance. Les auteurs ne parviennent toutefois pas à hiérarchiser les mécanisme de renforcement du contrôle parmi le contrôle pyramidal, les participations croisées ou encore l'émission de classes d'actions différenciées, l'influence individuelle de chacun n'étant pas significative. Leurs résultats suggèrent que l'enracinement est issu d'un faisceau de moyens de renforcement du contrôle. Enfin, Morck, Shleifer et Vishny [1988], mettent en évidence que la performance des entreprises est liée positivement dans un premier temps avec la participation des dirigeants mais qu'il existe un seuil critique d'enracinement et d'expropriation des actionnaires minoritaires par les actionnaires importants.

L'ACTIVISME HÉTÉROGÈNE DES ACTIONNAIRES DANS L'EXERCICE DU CONTRÔLE

L'accent porté jusqu'à présent sur le rôle principal des grands actionnaires occulte leur identité en considérant par souci de simplification de notre exposé l'existence uniquement de deux classes d'actionnaires aux rôles prédéterminés : d'une part, actionnaires de contrôle dont l'importance de la participation les incite naturellement à la sauvegarde de leurs intérêts par une surveillance continue des dirigeants, d'autre part les actionnaires minoritaires dont le comportement de passager clandestin semble être la norme en raison de l'exorbitance des coûts de contrôle. Or, Holderness et Sheehan [1988] soulignent sur le NYSE-AMEX l'importance de l'identité des actionnaires majoritaires : distinguant entre personnes physiques et morales, leur étude montre que les sociétés à actionnaires majoritaires individuels ont tendance à sous-performer (en termes de ratio du Q de Tobin) tandis que celles étant majoritairement détenues par d'autres sociétés non ; même si la différence est toutefois statistiquement trop peu importante pour être généralisable, cela suggère des comportements différenciés en fonction de la nature des investisseurs.

S'il convient donc de considérer la pluralité des acteurs majoritaires, l'on peut se poser la question de l'unicité de leur attitude vis-à-vis de l'exercice du contrôle, et ce d'autant plus que leur interventionnisme peut être amoindri par la facilité de sortie du capital octroyée par des marchés de capitaux liquides. De même, la passivité supposée des actionnaires minoritaires est difficilement soutenable sur le plan rationnel si l'on considère la subjectivité du critère qualificatif de la minorité mais également la possibilité de coalitions de contrôle communalisant les coûts d'intervention ou d'autres moyens de recours.

En complément de l'influence des grands actionnaires, Girard [2001] développe ainsi une typologie de l'activisme des actionnaires minoritaires, fonction d'un ensemble d'activités d'influence à leur disposition – actions judiciaires, médiatisation des conflits, groupes de pression, batailles de procurations – en accentuant sur les caractéristiques de ces actionnaires dissidents. L'activisme des actionnaires se substitue au marché des prises de contrôle (Rediker et Seth [1995]), et se traduit indifféremment par l'initiative des investisseurs institutionnels, des petits porteurs via les actions collectives d'associations de défense de leurs intérêts ou encore des actionnaires salariés, sans oublier l'ensemble des groupes de pression communautaires ou religieux. Le tableau suivant retranscrit les caractéristiques de l'activisme des actionnaires selon Girard [2001].

Tableau 2. 17 – Une typologie de l’activisme des actionnaires minoritaires actifs selon Girard [2001], page 134

	Information	Influence	Contrôle
Petits porteurs	Faible, non standardisée et illisible Mandat donné à des professionnels	Temporaire - Pressions médiatiques, judiciaires et médiatiques - Action collective	Contrôle passif ou latent
Actionnaires salariés	Information spécifique interne	Temporaire - Pressions politiques ou syndicales	Contrôle passif ou latent
Fonds de pension	Information lisible et traitée par des professionnels	Latente - Pressions médiatiques, judiciaires et politiques	Contrôle latent
Banques-Assurances	Information spécifique et privée	Continue - Financière	Contrôle passif ou actif
Sociétés de capital risque	information spécifique	Continue - Droits aux décisions supplémentaires	Contrôle actif

L’auteur distingue le contrôle passif qui correspond au comportement de passager clandestin des actionnaires minoritaires soulevé par Grossman et Hart [1980], du contrôle latent d’exercice d’une influence ponctuelle et du contrôle actif qui est régi par une attitude systématique de surveillance des intérêts de l’actionnaire dissident. Le type de contrôle exercé est fortement dépendant du niveau et de la qualité de l’information disponible aux actionnaires, de leurs capacités à la traiter, de la taille de leurs participations, de leurs décisions d’investissement, et du type d’influence qu’il leur est possible d’exercer

2. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS DE CONCENTRATION POUR NOTRE ÉTUDE

Les développements précédents sur les bénéfices et les coûts associés à la concentration du capital ainsi que sur la prépondérance d’une analyse en droits de vote nous permettent de poser les hypothèses suivantes :

Hypothèse 17 – La performance des sociétés est une fonction croissante de la concentration des droits pécuniaires.

Hypothèse 18 – La performance des sociétés est une fonction décroissante de la concentration des droits de contrôle.

L'intuition de ces deux hypothèses est simple : l'incitation au contrôle effectif de la société est d'autant plus importante que l'implication des actionnaires l'est. À l'inverse, plus le contrôle de l'entreprise est concentré entre les mains d'un groupe restreint d'actionnaires, plus la probabilité d'expropriation de bénéfices privés des actionnaires importants au détriment des actionnaires minoritaires est forte. D'un autre point de vue, si l'on suppose que la concentration des droits de contrôle découle de celle des droits pécuniaires, l'alignement des intérêts des actionnaires de contrôle avec l'objectif de maximisation de la valeur de la firme est facilité par un exercice effectif du contrôle. Il s'ensuit que la concentration des droits de vote n'est pas une condition suffisante pour statuer un comportement d'expropriation. Il convient plutôt de considérer que la performance des firmes est une fonction négative de l'amplitude de la séparation des droits de contrôle d'avec les droits pécuniaires associés, dans la mesure où le coût d'appropriation de bénéfices privés est moindre.

Hypothèse 19 – La performance des sociétés est une fonction décroissante de l'amplitude de la séparation entre les droits de contrôle et pécuniaires.

Rappelons que Stulz [1988] considère que la concentration des droits pécuniaires incite à la création de valeur tandis que celle des droits de contrôle incite à l'expropriation des actionnaires minoritaires.

Par suite, nous présentons au chapitre 8 les motifs qui peuvent supporter ou non l'extension de cette hypothèse au lien entre la structure de l'actionariat et la liquidité des titres des sociétés.

Ces trois hypothèses supposent de fait l'existence d'une relation linéaire entre la concentration et la performance des sociétés. Or, pour Morck, Shleifer et Vishny [1988] pour ne citer que les auteurs principaux, il existe un effet positif de la concentration dans un premier temps sur la performance des sociétés, mais qu'au-delà d'un certain seuil (5% pour les auteurs), les effets d'enracinement l'emportent. Ce n'est que dans un troisième temps, à partir d'une participation significative (25%) que la convergence d'intérêts prédomine.

Hypothèse 20 – La relation entre la performance des firmes et la concentration de la propriété est non linéaire.

Hypothèse 21 – La relation entre la performance des firmes et la concentration du contrôle est non linéaire.

Les hypothèses 15-19 procèdent d'une analyse quantitative de la structure de propriété, par extension de contrôle. Or, la diversité de comportement des acteurs du contrôle amène naturellement à s'interroger sur l'influence de l'identité des actionnaires et de leurs relations respectives avec l'exercice du pouvoir au sein des firmes. Par conséquent, nous

adoptons dans un deuxième temps une approche qualitative et comportementale de l'actionnariat.

3. IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES ET NATURE DU CONTRÔLE

« *Traditionally, finance theory has not distinguished among the owners of shares of stock. The generally, though not universally, accepted view was that the stockholders of an individual firm could be characterized as a widely dispersed and homogeneous group of relatively uninvolved absentee owners. To the extent that shareholders exercised any influence over the firm's activities, they voted with their feet*²²³. », McConnell et Servaes [1990], page 595.

L'AVANTAGE INFORMATIONNEL DES INITIÉS

Les initiés se définissent comme des agents informés *ex ante*, par opposition aux agents externes non informés *ex ante*, pouvant acquérir de l'information en provenance des initiés mais ne pouvant se voir accorder le même statut qu'*ex post* (Stepanov [2004]). Wright et al. [1996] apportent une définition hiérarchique des initiés regroupant les cadres supérieurs exécutifs et les membres de la direction. Le caractère d'initié est donc attribué uniquement aux actionnaires internes ayant un accès privilégié à l'information. Stulz [1988], McConnell et Servaes [1990] suggèrent que la valeur de la firme s'accroît dans un premier temps avec la participation des initiés mais diminue à partir d'un certain seuil où l'effet négatif de l'enracinement l'emporte sur les bénéfices d'alignement des intérêts.

Nous adoptons la démarche de Stepanov [2004] dans la mesure où nous considérons les initiés au sens d'agents ayant un accès *ex ante* interne à l'information. La conséquence est directe puisque l'on peut alors distinguer l'identité des initiés au sein de la structure de propriété mais également de la structure de contrôle par le biais des membres administrateurs. C'est cette grille d'analyse que nous nous proposons de suivre.

²²³ Littéralement, la notion de 'voter avec ses pieds' signifie montrer sa désapprobation en sortant du capital de la société.

LA POURSUITE D'INTÉRÊTS DYNASTIQUES DES GROUPES FAMILIAUX

« *Family control and firm performance – the worst of both worlds?* », Morck, Stangeland et Yeung [1999], page 18.

Allouche et Amann [2000] établissent une taxinomie des firmes familiales fonction des critères considérés pour en définir les contours. Les définitions monocritères retiennent principalement les critères de propriété, de contrôle ou de l'implication de la famille dans l'organisation au sein de ses organes de décision. Les définitions pluri-critères utilisent un panachage des variables citées précédemment en ajoutant la transmission intergénérationnelle du contrôle de l'entreprise.

Nous présentons dans un premier temps le changement de paradigme qu'il convient d'effectuer pour appréhender la spécificité des groupes familiaux, puis dans un second temps leur influence sur la valeur de la firme.

A. THÉORIE DE L'AGENCE VERSUS THÉORIE COMPORTEMENTALE

Les firmes contrôlées par les membres d'une même famille doivent présenter des coûts d'agence et des coûts contractuels moindres en raison d'un besoin moins prononcé de discipline et de surveillance des décisions des agents (Gorriç et Fumas [1996]). En effet, selon Fama et Jensen [1983a], les familles d'actionnaires disposent de nombreuses autres dimensions d'échange sur un plus grand horizon temporel pour gérer les problèmes d'agence autrement que par la séparation des fonctions de contrôle et de décision.

En revanche, l'actionnariat familial entraîne un coût d'allocation inefficace du risque en raison d'une sous-diversification des portefeuilles des membres familiaux, induisant un coût du capital plus important (puisque fonction croissante de la prime de risque excessive d'un portefeuille non diversifié), un taux d'investissement plus faible et une taille moindre de la firme (en deçà de la taille optimale). À l'inverse des actionnaires extérieurs, qui ont une préférence pour les investissements de croissance et sont indifférents au risque spécifique (car ils peuvent diversifier leur portefeuille), et qui évaluent la firme à sa valeur actionnariale, les propriétaires-dirigeants ne peuvent diversifier le risque de leur participation dans l'entreprise et valorisent cette dernière en terme d'utilité pécuniaire ou non.

Il convient donc de recourir à des schémas cognitifs différents de l'analyse traditionnelle pour appréhender les entreprises familiales (encadré 2.17).

Encadré 2. 17 – Théorie de l'agence versus théorie comportementale de l'agence dans la détermination des coûts d'agence des sociétés familiales

Cet encadré repose sur les travaux de Schulze, Lubatkin et Dino [2003], qui effectuent une recension des travaux de Fama et Jensen [1983a,b], [1985], Ouchi [1980], Meyer et Zucker [1989], Wiseman et Gomez-Mejia [1998], Schulze et al. [2001], Holtz-Eakin, Joulfian et Rosen [1993] entre autres.

La théorie de l'agence suppose que les entreprises familiales sont soumises à des coûts d'agence de moindre ampleur que les entreprises managériales au sens de Berle et Means [1932]. Les arguments principaux favorables à cette thèse sont les suivants :

- Une surveillance moins nécessaire, en raison de relations intimes et familières des membres d'une même famille, d'une communication et d'une coopération facilitées par une relation longue : « *family members have many dimensions of exchange with one another over a long horizon that lead to advantages in monitoring and disciplining family-related decision agents.* », (Fama et Jensen [1983a], page 306).

- Les coûts de dédouanement des membres familiaux sont d'une importance moindre en raison de liens de parenté, induisant des normes de réciprocité, des liens sociaux forts, une identité et une histoire communes, se traduisant par une poursuite moindre d'intérêts individuels [Ouchi [1980], in Schulze, Lubatkin et Dino [2003], page 180].

Ainsi, selon la théorie de l'agence, les dirigeants-proprétaires présentent un plus grand alignement avec les intérêts des actionnaires extérieurs, en raison notamment de leur double statut et de liens familiaux poussant à la convergence des intérêts des parties.

A l'inverse, la théorie comportementale de l'agence suppose le mésalignement prononcé des intérêts des actionnaires extérieurs et des dirigeants dans les firmes familiales.

La théorie comportementale de l'agence se définit, comme son nom l'indique, dans le cadre des théories comportementales des agents. Ainsi, les membres familiaux se caractérisent principalement par l'altruisme parental : leur fonction objectif intègre des considérations parentales envers le bien-être de leur progéniture (l'utilité des individus est positivement liée à l'utilité d'autres individus, ici membres de la famille). Alors que Fama et Jensen [1983a] considèrent cette spécificité comme permettant le contrôle des coûts d'agence sans séparation des activités de décision et de contrôle, Schulze, Lubatkin et Dino [2003] considèrent au contraire qu'il s'agit d'un trait porteur d'inefficiences²²⁴ :

- Les conflits familiaux peuvent s'inscrire dans la durée et provoquer une forme d'inertie dans la prise de décision (Meyer et Zucker [1989]).

- L'altruisme parental peut entraîner un biais d'appropriation de bénéfices privés tels l'emploi des membres de la famille, des dépenses somptuaires ou des privilèges extraordinaires.

- L'altruisme parental peut biaiser l'appréciation de la valeur des enfants du dirigeant embauchés dans la société, ainsi qu'une faiblesse des capacités de contrôle et de discipline du dirigeant à leur encontre (Schulze, Lubatkin et Dino [2003]).

²²⁴ Gersick, Davis, Hampton et Lansberg [1997], font état que plus des deux tiers des sociétés familiales de première génération ne survivent pas à la seconde génération de propriété par les descendants.

Schulze, Lubatkin et Dino [2003] rejettent un à un les mécanismes de gouvernance de la théorie de l'agence dans la résolution des problèmes d'agence lorsque appliqués aux entreprises familiales :

▪ **La propriété du capital de l'entreprise aligne les préférences de risque des initiés avec ceux des actionnaires extérieurs**

Les sociétés familiales se caractérisent par un recours restreint au financement externe : par conséquent, elles ne sont pas soumises à la discipline d'un mécanisme de gouvernance externe comme peuvent l'être les firmes publiques. De plus, l'altruisme parental entrave la capacité du dirigeant à utiliser des mécanismes de gouvernance internes à l'encontre des membres de sa famille.

▪ **La liquidité du marché des titres de la société limite les coûts de conflits en diminuant les coûts de sortie des membres administrateurs**

Cette assertion suppose qu'il existe un coût unique de sortie : le coût de transaction de vente des titres. Or, selon Wiseman et Gomez-Mejia [1998], Schulze, Lubatkin et Dino [2001], ou encore Holtz-Eakin, Joulfian et Rosen [1993] les initiés supportent un ensemble de coûts non économiques de sortie, tels la perte de connaissances spécifiques à la firme, de l'expérience et de réseaux sociaux liés à leur place au sein de la société, le coût émotionnel de changement de statut, notamment au sein du cercle familial, et l'impossibilité s'ils quittent la société de transmettre l'héritage familial.

Pour Schulze, Lubatkin et Dino [2003], il n'existe pas de marché liquide pour les actions des membres familiaux, rendant d'autant plus coûteux et persistant tout conflit en leur sein.

▪ **Le vote des actionnaires représente un mécanisme fort d'alignement des intérêts**

Les sociétés familiales sont particulièrement vulnérables aux imperfections de vote et à l'enracinement des dirigeants, réduisant d'autant le pouvoir du vote des actionnaires. En effet, le dirigeant d'une firme familiale dispose d'un pouvoir disproportionné relativement à sa participation, issu à la fois de sources familiale, hiérarchique et de l'affranchissement relatif de tout mécanisme de gouvernement externe. Les conseils d'administration des sociétés familiales se caractérisent ainsi par une plus petite taille, une présence moindre d'administrateurs indépendants et une longévité anormale des mandats des administrateurs.

Schulze, Lubatkin et Dino [2003] étudient alors les coûts d'agence des sociétés familiales au travers de leur utilisation de la contrainte du rôle disciplinaire de la dette, conditionnellement à leur structure de propriété. Les auteurs en dénombrent trois, fonction du cycle de vie de la caste familiale :

- Le propriétaire fondateur : la majorité du capital est entre les mains du fondateur de l'entreprise, n'ayant ainsi pas d'autres contraintes dans sa fonction objectif que celle de son utilité personnelle, également liée indirectement avec celle des membres de sa famille. Dans cette perspective, le fondateur est plus à même d'utiliser le levier de la dette, contraignant pour son patrimoine personnel, afin d'investir en période de croissance, et inversement en périodes de faible croissance ou de récession.

- L'association de descendants de premier rang : dans ce cas, le pouvoir du fondateur se trouve dilué parmi les membres de sa descendance directe. Comme le soulignent Schulze

Lubatkin et Dino [2003], page 184 : « *Yet typically, the principal shareholder in a sibling partnership is neither the founder of the family firm nor the biological head of the family and, lacking that authority and influence over the siblings, is less able to obtain – whether by cooperation, co-option, or edict – the support of the other family directors for making investments and pursuing the opportunities that he or she believes to be the best options.* ». Les auteurs relatent alors une double situation d’alea moral : non seulement entre actionnaires extérieurs et dirigeants, mais également entre actionnaires familiaux et dirigeants, dans la mesure où ils exhibent un conservatisme fiscal, une aversion au risque de perte diminuant la valeur de leur héritage, une préférence pour la consommation présente relativement à l’investissement, craignent la menace d’une décision unilatérale du dirigeant à l’encontre de leurs intérêts, semblent plus concernés par les intérêts de leur propre noyau familial (leurs descendants) que ceux de leurs autres membres de famille (ascendants et membres de même rang), et utilisent donc les ressources de la société familiale afin de maximiser leur propre utilité, différente à la fois de celle des actionnaires extérieurs mais également de celle des dirigeants.

Dans ce cadre, Schulze Lubatkin et Dino [2003] considèrent que les firmes à l’actionnariat familial dispersé entre descendants de premier rang sont moins enclines à utiliser la contrainte de l’endettement, de par son rôle disciplinaire sur l’appropriation des bénéfices privés, et la relative légitimité des dirigeants : « *The result could be a state of paralysis in which no one sibling is willing to bear added risk or use debt to pursue opportunities that others believe are best.* ».

- Le consortium cousinal : le capital est dispersé entre un nombre plus important de membres de la famille, et le contrôle majoritaire d’un seul membre est moins probable. Il s’ensuit un pouvoir discrétionnaire plus important du dirigeant propriétaire, et une diminution du double problème d’alea moral, les membres familiaux ayant une moindre incitation individuelle à l’appropriation de bénéfices privés (en raison de leur moindre participation individuelle), et étant plus intéressés par la valeur future de la société plutôt que par une consommation immédiate. Schulze Lubatkin et Dino [2003], en concluent une plus grande utilisation de la dette comme moyen de financement des opportunités d’investissement.

Les résultats de l’étude empirique de Schulze, Lubatkin et Dino [2003], confirment la forme en U de l’utilisation de la dette en fonction de la dispersion de l’actionnariat familial, suggérant l’importance de la structure de propriété et la spécificité des firmes familiales dans la compréhension des mécanismes de gouvernance et des sources de coûts d’agence.

B. L’INFLUENCE DE LA PARTICIPATION DES GROUPES FAMILIAUX SUR LA VALEUR DE LA FIRME

L’impact des groupes familiaux sur la performance des sociétés n’est pas unanime parmi les chercheurs.

Jacquemin et de Ghellinck [1980] analysent 103 firmes françaises parmi les 200 plus importantes et concluent que les actionnaires familiaux sont plus à même de gérer l’inefficience décisionnelle bureaucratique et la divergence des intérêts liées à la taille de la firme. De même, Gorriz et Fumas [1996] étudient la performance en termes d’efficience

productive et de profitabilité des sociétés familiales espagnoles. Leurs résultats montrent que les entreprises familiales ne montrent pas de niveaux de profitabilité différents de ceux des sociétés non familiales, mais une productivité en revanche plus importante. Toutefois, les firmes familiales ne traduisent pas financièrement cette plus grande efficacité car elles opèrent à une taille plus réduite, résultat d'un arbitrage entre croissance et exposition au risque.²²⁵

Certaines études concluent à une relation équivoque. Morck, Shleifer et Vishny [1988], trouvent une forme en U inversée entre la valeur de la firme et la propriété des dirigeants, de même que McConnell et Servaes [1990] pour des échantillons de firmes américaines. La performance des firmes croît avec la participation des dirigeants jusqu'à un certain seuil où les dirigeants sont enracinés et poursuivent une stratégie d'expropriation de bénéfices privés au détriment des actionnaires externes. Ce comportement opportuniste est confirmé par Morck, Stangeland et Yeung [1999] pour qui les familles influentes peuvent façonner les prix sur le marché et faire pression sur les politiques dans la recherche d'une rente expropriant les actionnaires minoritaires.

Enfin, l'impact ambigu des sociétés familiales diffère selon le niveau générationnel des membres familiaux. Bhattacharya et Ravikumar [2001] concluent que la probabilité que l'équipe dirigeante des entreprises familiales soit peu compétente croît avec la transmission de la société aux générations suivantes. De même, Anderson, Mansi et Reeb [2003] étudient les coûts d'agence entre actionnaires et créanciers bancaires sur le marché américain, montrant que les actionnaires familiaux de première génération minimisent ces coûts en raison de considérations plus prononcées sur la survie de leur firme en vue de transmettre leur héritage, tandis que les descendants augmentent ces coûts, le facteur principal étant leur accès à la direction sans forcément posséder les qualités managériales de leurs aînés.

Morck, Stangeland et Yeung [1999] définissent la notion de '*mal canadien*' en évoquant l'enracinement des dynasties familiales au sein des entreprises canadiennes. Les auteurs établissent à la fois pour l'économie canadienne mais également par comparaison internationale avec les pays ayant un P.I.B. supérieur à 1 milliard de dollars en 1997 l'influence négative d'un tel phénomène : une performance financière, des compétences managériales et un investissement en recherche et développement moindres que les firmes de mêmes classes d'âge et de taille. L'apport principal de leur étude dépasse l'analyse microéconomique traditionnelle, les auteurs montrant les effets néfastes de l'enracinement

²²⁵ Leur échantillon d'analyse porte sur 81 firmes non financières cotées au Spanish Stock Market, 34 firmes familiales et 47 firmes contrôlées par une autre firme.

familial jusque sur le plan macroéconomique : les pays dont le capital est le plus fortement enraciné par des groupes familiaux dynastiques présentent les plus faibles taux de croissance, au contraire des pays dont le capital est détenu par des entrepreneurs autodidactes²²⁶. L'impact négatif de ces héritiers provient pour les auteurs (1) de l'enracinement de dirigeants peu compétents puisque non forcément recrutés pour leur habileté managériale, (2) d'un pouvoir de marché (tiré de l'importance de leur surface financière relativement à l'économie nationale) pouvant altérer l'efficacité des marchés financiers, (3) de freins à tout effet de destruction créatrice au sens de Schumpeter afin de préserver le capital hérité (4) et enfin de l'érection de barrières à la mobilité des capitaux, la libéralisation des marchés financiers étant pour les auteurs un moyen curatif à l'encontre de ce mal.

LES RÔLES ACTIFS DE LA DETTE ET DE LA PARTICIPATION DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS AU CAPITAL DES SOCIÉTÉS

« *As long as there are market imperfections, there are intermediaries.* », Scholtens et Wensveen [2000], page 1245.

A. LA FRONTIÈRE TÊNUE ENTRE ÉTABLISSEMENTS BANCAIRES ET INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La notion d'intermédiaires financiers regroupe dans notre propos l'ensemble des investisseurs financiers opérant l'interface entre les agents à capacité de financement des agents à besoin de financement. L'analyse traditionnelle distingue généralement les établissements bancaires des investisseurs institutionnels ou assimilés mais nous préférons apporter une différence plutôt fonctionnelle. Courbis [1987] distingue deux formes d'intermédiation, l'intermédiation de bilan qui se confond avec le financement externe indirect ou encore l'intermédiation de crédit, et l'intermédiation de marché. On parle d'intermédiation de bilan lorsque les créances détenues par les agents excédentaires diffèrent des dettes des agents déficitaires. Autrement dit, l'intermédiation de bilan recouvre une transformation des caractéristiques des actifs financiers en termes de risques et d'échéances

²²⁶ Morck, Stangeland et Yeung [1999] distinguent principalement les groupes familiaux '*dynastiques*' dénommés les '*héritiers*' (dont la fortune et le contrôle du groupe familial sont transmis entre héritiers successifs, sans que leurs compétences aient pu accroître la valeur de l'héritage – dans le cas contraire, ils sont considérés apparentés aux entrepreneurs) des familles d'entrepreneurs (individus autodidactes, entrepreneurs au sens de Schumpeter). Cela revient dans une certaine mesure à identifier les entrepreneurs comme de potentiels piliers de familles dynastiques.

(Courbis [1987]), rendue possible par l'interconnexion du bilan de l'intermédiaire financier, son savoir-faire en matière de sélection et de contrôle des crédits et de la mutualisation du risque. L'intermédiation de bilan porte aussi bien sur des actifs négociables (titres) que non négociables (crédits). L'activité d'intermédiation de bilan se retrouve ainsi tout aussi bien parmi les établissements de crédit que les OPCVM, les compagnies d'assurance ou encore les fonds de pension, détenant des avoirs financés sur ressources externes, l'unique distinction opérable concerne les banques qui ont seules accès au crédit et à la création monétaire. L'intermédiation de marché regroupe des opérations de service, sans transformation des créances : activités de courtage ou de contrepartie. Le bilan de l'intermédiaire n'est pas mis en jeu, le risque étant supporté au final par les prêteurs ultimes. Pour Allegret et Courbis [2000], l'intermédiation de marché concerne aussi bien le marché primaire lors de la titrisation des créances à l'émission, que le marché secondaire lors du traitement des flux de marché ou la gestion de portefeuille. On pressent ici que l'intermédiation de marché regroupe également les intermédiaires bancaires mais également les investisseurs institutionnels qui développent une gestion collective active de portefeuille.

Belze [2000] reprenant Lissowski [1998] considère que les « *'zinzins' peuvent être définis soit par énumération, soit par différence avec les autres actionnaires, soit par le faisceau des critères qui les distinguent.* » (Belze [2000], page 53). L'auteur conclut à la plus grande pertinence du dernier critère et définit les institutionnels comme « [...] *des investisseurs professionnels, gérant des lignes importantes mais minoritaires, dont le rôle consiste à évaluer les perspectives de rentabilité et les risques à long terme.* ». Cette définition est proche dans l'esprit de celle de l'intermédiation de marché.

Nous envisageons donc la présence des intermédiaires financiers selon un point de vue fonctionnel, nous menant à l'analyse dans un premier temps de la structure financière sur la valeur de la firme (donc de l'intermédiation de crédit *stricto sensu*), puis dans un second temps à l'étude du rôle de l'apporteur de fonds comme producteur d'information et de minimisation des coûts d'asymétrie informationnelle et transactionnels (donc de l'intermédiation de marché). Nous nous affranchissons de la dichotomie traditionnelle entre établissements bancaires et institutionnels, trop réductrice, les deux acteurs ayant un rôle similaire 'd'investisseurs professionnels' dans la gestion collective de portefeuilles. Autrement dit, puisque la fonction d'intermédiation de crédit peut être différenciée parmi les intermédiaires financiers, donc la structure financière, nous considérons l'unicité des intermédiaires financiers lorsqu'il s'agit d'intermédiation de marché, par suite de la participation des institutions financières (établissements bancaires et investisseurs

institutionnels au sens large) au capital des sociétés²²⁷. Nous conservons toutefois la distinction entre les investisseurs institutionnels et les établissements bancaires en ce qui concerne l'intermédiation de bilan sous le double motif que les établissements de crédit possèdent le pouvoir unique de création monétaire et qu'ils peuvent avoir le double statut de teneur de livres, autrement dit avoir accès à une information à laquelle les autres institutions financières ne peuvent prétendre, la tenue des comptes de l'entreprise.

Nous présentons dans un premier temps les apports théoriques sur le rôle de la structure d'endettement sur la valeur de la firme. Nous développons ensuite l'angle d'analyse des intermédiaires financiers comme producteurs d'information et d'actionnaires de contrôle pour conclure sur les obstacles à l'exercice effectif de leur rôle dans le système de gouvernance.

B. L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE SUR LA VALEUR DE LA FIRME

L'influence de l'endettement sur la valeur de la firme fait l'objet de plusieurs approches théoriques distinctes, aux caractéristiques complémentaires voire convergentes. La structure financière est ainsi abordée indifféremment selon le point de vue (1) de la minimisation du coût du capital, (2) des coûts d'agence, (3) des coûts de transactions, (4) dans la perspective d'émission d'un signal en direction du marché ou (5) de hiérarchie des modes de financement²²⁸.

Le point commun de ces différentes approches réside dans un objectif de maximisation de la valeur actionnariale ou partenariale de la firme que ce soit dans la recherche d'une structure de financement optimale ou de solutions efficaces.

²²⁷ Il convient ici d'apporter une précision taxinomique. Dans le souci de préserver l'intégrité des pensées des auteurs, nous avons conservé le terme d'investisseur institutionnel tel que transcrit dans les travaux de recherche cités, la vision traditionnelle étant d'opérer une dichotomie entre les établissements bancaires et les autres institutions financières. Nous considérons pour notre part que les enseignements tirés des analyses de ce type d'acteurs sont transposables à l'ensemble des intermédiaires financiers, y compris les établissements bancaires, notre grille de lecture étant fonctionnelle et non pas institutionnelle.

²²⁸ (1) Graham et Dodd [1940], Guthmann et Dougall [1955], Nelson [1966], Modigliani et Miller [1958], Miller [1977], Levasseur et Quintart [1990] ;

(2) Jensen et Meckling [1976], Galai et Masulis [1976], Jensen [1986], Harris et Raviv [1990], Heinkel et Zechner [1990], Berkovitch et Kim [1990], Stulz [1990] ;

(3) Williamson [1988], [1994], Cornell et Shapiro [1987], Maksimovic et Titman [1991], Frierman et Wiswanathan [1989], Fama [1990] ;

(4) Ross [1977] et Leland et Pyle [1977], John et Mishra [1990] ;

(5) Myers et Majluf [1984], Myers [1984], Rock [1986], Blazenko [1987], Narayanan [1988], Myers [1990], Harris et Raviv [1991] ou Moussu [2000], entre autres.

Le modèle de Modigliani et Miller [1958] est la première construction théorique rigoureuse ayant pour objet l'étude de la structure financière des firmes. La conclusion des auteurs est la nullité de l'influence de la structure financière sur la valeur de la firme, sous les hypothèses de marché de capitaux parfaits et à classe de risque donnée. Les hypothèses de ce modèle sont fortes et Modigliani et Miller ont conscience du manque de réalisme de ces dernières en raison des multiples imperfections observables sur le marché. L'intérêt de leurs travaux est de fournir une base méthodologique servant de fondement aux travaux ultérieurs. Par suite, l'introduction des imperfections du marché infirmera ou non l'hypothèse nulle de Modigliani et Miller. Les différentes théories faisant suite à leurs travaux peuvent être distinguées par leur référence plus ou moins explicite à la notion d'optimum et par la rationalité qui en est induite.

Encadré 2. 18 – Rationalité substantielle et rationalité procédurale

Cet encadré repose sur Maherault [1996].

▪ Rationalité substantielle

Dans le cadre des théories du compromis, la détermination d'une structure optimale est considérée comme indépendante de la personnalité des dirigeants : leurs qualités intrinsèques sont ignorées. Les dirigeants ne jouent un rôle que dans l'objectif qu'ils se fixent, c'est à dire leur estimation de l'optimum. Les comportements ainsi que les décisions financières résultent de l'environnement financier et de l'ensemble des contraintes qui en découlent. Le processus de décision chemine comme suit : les dirigeants intègrent parfaitement leur environnement financier, déterminent la structure financière optimale et prennent les décisions optimales pour atteindre cette structure cible, en parfaite connaissance des implications futures de leur choix.

▪ Rationalité procédurale

Les théories du financement hiérarchique font appel à un type différent de rationalité : les dirigeants ne cherchent plus à atteindre un optimum. Dans le cadre d'une décision financière par exemple, ils vont collecter le maximum de l'information disponible pour résoudre un problème. Les qualités intrinsèques des dirigeants sont donc réintégrées dans le processus. Les dirigeants ayant des qualités, une perception de leur environnement global, une expérience et des compétences diverses, les choix qu'ils effectuent peuvent être complètement différents. La décision est non plus optimale mais efficace.

La rationalité procédurale est issue de la psychologie cognitive. Elle induit des raisonnements qualifiés de 'recherches par analogie' : les mêmes règles de décision sont suivies, face à une situation donnée, si l'individu est dans une situation équivalente.

Les besoins de financement s'expriment pour les responsables financiers en termes d'avantages et d'inconvénients, ce qui permet de les classer. Les théories du financement

hiérarchique se fondent sur l'hypothèse de stabilité de ce classement sous condition qu'environnement et situations confrontés soient identiques. Conséquemment, chaque projet d'investissement est source de décision financière.

Les théories du compromis constituent un groupe homogène en complément des travaux de Modigliani et Miller et se fondent sur des raisonnements marginalistes. Leur objet commun est la recherche d'une structure financière optimale, atteinte lorsque les bénéfices et les coûts des sources de financement s'égalisent à la marge. La structure du capital de la firme est appréhendée de manière globale, les décisions de financement étant séparées des décisions d'investissement ; les dirigeants ont une rationalité dite substantielle

Les théories du financement hiérarchique rompent avec le corpus théorique précédent puisque l'objet d'étude n'est plus la recherche d'une structure financière optimale mais l'établissement d'un classement stable des sources de financement. Les dirigeants prennent non plus des décisions optimales mais efficaces ; on parle de rationalité procédurale. L'approche de la structure financière dans ce cadre n'est plus globale mais au cas par cas, c'est à dire qu'elle est une résultante de décisions ponctuelles.

L'encadré suivant effectue la recension des courants théoriques soulignant l'influence de la structure financière sur la valeur des sociétés.

Encadré 2. 19 – L'influence de la structure financière sur la valeur de la firme

Cet encadré repose sur le collectif d'auteurs cité en note de bas de page précédente.

▪ Les théories traditionalistes

Selon une approche 'traditionaliste', on peut déterminer une structure financière optimale pour chaque firme. On regroupe sous ce vocable l'ensemble des travaux²²⁹ antérieurs à l'élaboration du modèle de Modigliani et Miller de 1958 qui s'appuient sur l'existence d'un taux d'endettement optimal propre à chaque firme. Ce coefficient d'endettement optimal aurait pour caractéristiques principales de maximiser la valeur de la firme en rendant minimal le coût moyen pondéré du capital et de fournir un critère de décision quant au choix des projets d'investissement.

²²⁹ Solomon [1972] cite notamment les travaux de Graham et Dodd [1940] ainsi que ceux de Guthmann et Dougall [1955].

Ce taux objectif peut être déterminé par les dirigeants de l'entreprise en capitalisant le revenu net d'exploitation avec le coût moyen pondéré du capital minimal. Selon les traditionalistes, ce dernier est déterminé par l'expérience des directeurs financiers (Nelson [1966]).

▪ Les théories du compromis

En 1958, Modigliani et Miller montrent de manière théorique l'inexistence de structure financière optimale. L'utilisation de l'arbitrage sous l'hypothèse de marché parfait de capitaux leur permet d'établir que la valeur de marché d'une firme est indépendante de sa structure financière, à l'intérieur d'une classe de risque donnée.

Les modèles du compromis s'inscrivent dans la lignée du modèle de Modigliani et Miller en utilisant le raisonnement traditionnel d'équilibre à la marge. Ainsi, l'évolution des modèles permet de relâcher les hypothèses d'absence de fiscalité des firmes (Modigliani et Miller [1963], De Angelo et Masulis [1980]), de la fiscalité des particuliers (Miller [1977], MacKie-Mason [1990]), des coûts de faillite (Myers [1984], Levasseur et Quintart [1990]).

Cependant, Jensen et Meckling [1976] soulignent que « *ni les coûts de détresse financière, ni l'existence d'économies fiscales n'expliquent l'utilisation d'actions préférentielles ne présentant aucun avantage fiscal* ». Ces auteurs enrichissent les théories du compromis en intégrant d'autres avantages et inconvénients à l'endettement.

Selon Jensen et Meckling [1976] l'endettement inciterait le dirigeant à être plus efficace et à agir dans l'intérêt des actionnaires, notamment au moyen de la menace que constitue pour lui le risque de faillite. L'endettement transfère le contrôle de la politique managériale aux mains des prêteurs et permet la diminution des coûts d'agence liés à la dilution du capital.

Harris et Raviv [1990] montrent que le dirigeant souhaite toujours poursuivre l'activité de l'entreprise au détriment des actionnaires. Il détient une rente informationnelle sur la rentabilité effective des investissements réalisés. L'entrée de créanciers permettrait alors de diminuer l'asymétrie informationnelle puisque le paiement régulier des intérêts induit que les investissements ont une rentabilité sinon positive tout au moins nulle. De plus, la probabilité de faillite se trouve accrue par la faculté qu'ont les créanciers de contraindre le dirigeant à la liquidation en cas de défaut de paiement des intérêts.

En outre, les dirigeants sont incités à la performance et à la réduction de leurs dépenses personnelles puisqu'ils sont dans l'obligation de 'dégorger du cash' pour faire face à la charge de la dette (Jensen [1986]). Enfin, la dette accroît la contrainte de faillite et la perte potentielle de la direction, induisant un effet disciplinant du dirigeant.

L'endettement possède ainsi des vertus disciplinantes à l'encontre des dirigeants mais engendre néanmoins des coûts non négligeables : source d'alea moral *ex post* (Jensen et Meckling [1976]) et de transfert de richesses entre actionnaires et créanciers (Galai et Masulis [1976]). Elle peut entraîner un accroissement des difficultés opérationnelles, la société étant plus sensible aux périodes de crise économique (Wruck [1990]) et mettre en danger la survie de la firme, un niveau élevé de l'endettement pouvant saper la confiance des clients à s'engager dans un processus commercial avec la firme (Opler et Titman [1994]).

De plus, Maloney, Cormick et Mitchell [1993] stipulent que l'endettement n'est pas utilisé de manière extensive pour résoudre les problèmes d'agence comme on pourrait s'y attendre ; la raison en est que les coûts de la dette sont élevés : sous-investissement et coûts de faillite contraignent l'utilisation du levier financier.

Ainsi, paradoxalement, si l'endettement réduit donc le coût de surinvestissement lié à la sélection de projets peu rentables (théorie du *free cash flow* de Jensen [1986]), ou à la surévaluation des titres en cas d'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les investisseurs quant à la nature des projets d'investissement (Heinkel et Zechner [1990]), il implique également un coût de sous-investissement : si les *cash flows* sont de faible importance, l'entreprise perd un degré de réactivité et donc la possibilité de saisir les opportunités de projets rentables qui se présentent à elle, ne disposant pas des ressources financières adéquates au moment propice.

Stulz [1990] conclut à un équilibre optimal entre endettement et fonds propres égalisant coûts de sous-investissement et coûts de surinvestissement. En effet, il développe son modèle en montrant que la politique financière réduit les coûts d'agence liés au pouvoir discrétionnaire des dirigeants en ce qui concerne les décisions d'investissement. Ces coûts naissent de l'information privée détenue par les dirigeants leur permettant d'évaluer de manière plus précise les projets d'investissement que ne peuvent le faire les actionnaires. Le pouvoir discrétionnaire des dirigeants entraîne deux coûts : un coût de surinvestissement dans le cas d'importants *cash flows* et un coût de sous-investissement dans le cas contraire. L'endettement requérant que le dirigeant investisse dans des projets rentables du fait du paiement de la dette réduit le coût de surinvestissement mais augmente celui de sous-investissement. A l'inverse, l'émission d'actions augmentant le niveau des ressources sous le contrôle du dirigeant réduit le coût de sous-investissement mais exacerbe celui du surinvestissement. Ainsi, puisque l'émission de dette augmente un coût du pouvoir discrétionnaire du dirigeant et diminue l'autre, et inversement pour l'émission d'actions, il existe une solution unique de structure financière optimale.

Enfin, Titman [1984] intègre une valeur partenariale partielle à l'endettement. L'auteur met en évidence la relation d'agence entre une firme (l'agent) et ses clients (les principaux) qui subissent des coûts si la firme est liquidée (par exemple un coût de recherche et de substitution dans le cadre du service après-vente). Il montre que la firme subit indirectement le coût de liquidation sous la forme d'une diminution du prix de vente de ses produits. Ainsi, la politique de liquidation tient compte des coûts que subissent les clients de la firme si elle fait faillite dans le futur. Titman montre que le choix de la structure financière de l'entreprise est déterminé dans l'objectif de mettre en place une politique de liquidation optimale, celle qui permet d'affecter le contrôle de la firme aux mains de ceux qui sont le plus à même de suivre la politique optimale dans l'intérêt de la firme : les actionnaires continuent l'activité tant qu'elle est possible, les créanciers forçant la liquidation quand cela est nécessaire.

Les modèles à réputation permettent de dynamiser les résultats des théories du compromis en intégrant un lien temporel aux décisions des agents. John et Nachman [1985] et Diamond [1989] montrent que les conflits d'agence tendent à diminuer avec le temps. En s'appuyant sur la théorie des jeux, les stratégies des actionnaires et des créanciers peuvent s'analyser sous la forme de jeux séquentiels. En présence d'asymétrie informationnelle sur la qualité des projets à financer, les prêteurs octroient une probabilité au comportement opportuniste des dirigeants qui sera réajustée la période suivante en fonction du signal représenté par les remboursements des prêts. L'effet de réputation engendre ainsi une désincitation au sous-investissement, la finalité de ces analyses étant de montrer que les firmes ayant bonne réputation sont plus endettées que les autres.

▪ Les théories du financement hiérarchique

L'assise théorique des modèles du financement hiérarchique provient du postulat suivant : il existe une asymétrie informationnelle sur le marché car les dirigeants détiennent une information privée sur leur firme qui n'est pas connue par les autres agents. Des dirigeants agissant dans l'intérêt de leurs actionnaires devraient communiquer cette information, particulièrement lorsqu'elle leur est favorable : ce sera l'approche des modèles de signaux développés par Ross [1977] et Leland et Pyle [1977].

Les modèles de signaux ouvrent la voie à la théorie du financement hiérarchique qui reprend l'hypothèse d'imperfection du marché au niveau informationnel. Les modèles appartiennent à deux classes distinctes : ceux se basant sur la maximisation de la richesse de certains partenaires de la firme en priorité et ceux où la maximisation de la valeur de l'entreprise s'opère par la minimisation des coûts des contrats.

Les modèles de signaux : la transition entre les théories du compromis et du financement hiérarchique

Leland et Pyle [1977] développent une modélisation simple de la structure financière d'une entreprise et d'un équilibre financier dans lequel des entrepreneurs cherchent à financer des projets dont ils sont les seuls à connaître la véritable qualité. Ils montrent que la volonté des entrepreneurs d'investir dans leur propre projet peut servir à signaler la qualité de ce dernier. Au contraire de l'hypothèse nulle de Modigliani et Miller [1958], la structure financière d'une entreprise a une influence sur la valeur de la firme par le biais de l'engagement financier personnel du dirigeant dans le projet d'investissement qu'il conduit. En effet, Leland et Pyle [1977] estiment que les dirigeants-actionnaires peuvent signaler la bonne qualité de leurs projets en participant de manière plus importante au capital que ne le supposerait un comportement optimal résultant d'une diversification de leur patrimoine. Dans ces conditions, la politique d'endettement ne change pas la valeur de la firme sauf s'il y a une modification de la participation détenue par l'entrepreneur.

Pour Ross [1977] les dirigeants communiquent les caractéristiques de leur entreprise par le biais de la structure financière. En effet, Ross pose deux hypothèses centrales.

D'une part, les dirigeants disposent d'une information privée relative à leur firme et à elle seule, ce qui implique que le comportement d'autres dirigeants extérieurs à une firme ne peut constituer un signal crédible au marché sur la qualité de cette dernière.

D'autre part, les dirigeants reçoivent une rémunération conditionnée par le niveau d'endettement suivant une règle établie et connue par tout investisseur. En d'autres termes, posons deux dates t_0 et t_1 et supposons un financement par dette en date t_0 pour un projet d'investissement quelconque décidé par le dirigeant. La rémunération du dirigeant dépend pour une première partie de la valeur de la firme en t_0 , et pour une seconde partie de la valeur de la firme en t_1 conditionnée elle-même par la capacité du dirigeant à créer de la valeur de par son projet d'un montant qui soit au moins égal au remboursement de la dette (dans la négative, le dirigeant se voit appliquer une pénalité d'un montant L). De manière plus concise, la rémunération du dirigeant est équivalente à :

$$M = (1+r) \cdot \gamma_0 \cdot V_0 + \gamma_1 \cdot \begin{cases} V_1 & \text{si } V_1 \geq D \\ V_1 - L & \text{si } V_1 < D \end{cases}$$

Avec γ_0 et γ_1 des constantes de pondération.

En supposant que les dirigeants maximisent leur utilité donc leur rémunération, cela implique qu'ils vont décider en t_0 d'un niveau de financement par endettement en adéquation avec leur

objectif de maximisation de leur salaire. Or, si les dirigeants n'ont pas d'influence sur le secteur d'activité dans lequel se situe la firme, la seule variable sur laquelle ils aient un quelconque ascendant est bien le niveau d'endettement. La pénalité associée à l'incapacité du dirigeant à dégager suffisamment de bénéfices est assimilée à des coûts de faillite dans un sens large, c'est à dire n'impliquant pas forcément un dépôt de bilan.

Une telle règle de rémunération permet au marché de connaître la qualité de la firme. En effet, le dirigeant agissant de manière rationnelle envoie un signal efficace au marché dans la mesure où il décide un niveau d'endettement tel qu'il soit compatible avec les projets envisagés et lui permette d'obtenir la plus grande rémunération possible (corollairement, la plus grande valeur de la firme possible).

En définitive, la structure de financement influence la valeur de la firme puisqu'elle croît avec le niveau d'endettement (dans la limite de la faillite)²³⁰.

Ces deux modèles reposent sur une condition importante : pour que l'information (le signal) soit diffusée sur le marché et qu'elle soit crédible, il faut disposer d'un instrument connu de tous et de sanctions empêchant la communication de fausses nouvelles. Autrement dit, il est impératif que les signaux émis par les entreprises performantes soient suffisamment coûteux pour que ces dernières ne les émettent pas sans véritable justification et surtout pour que les 'mauvaises' entreprises n'aient pas intérêt à l'imitation.

Les modèles où les dirigeants agissent dans l'intérêt d'un partenaire de la firme en particulier

Le modèle de Myers et Majluf [1984] établit la hiérarchie suivante entre les modes de financement : (1) autofinancement, (2) dette, (3) dette risquée, et en dernier lieu (4) l'augmentation de capital. Le raisonnement des auteurs est simple : sous la double hypothèse d'asymétrie informationnelle et de comportement des dirigeants dans l'intérêt des anciens actionnaires, l'émission d'actions nouvelles envoie un signal négatif (l'action est surévaluée) aux investisseurs extérieurs (dans le cas contraire de sous-évaluation, l'émission d'actions nouvelles ne s'effectuerait pas car contraire à l'intérêt des anciens actionnaires). L'émission induit donc une baisse de valeur de la firme qui reste préjudiciable pour les anciens actionnaires dans la mesure où la valeur des actions pourrait être plus élevée si le dirigeant avait utilisé un autre moyen de financement. Le dirigeant a donc intérêt à recourir à d'autres sources financières qui ne réduisent pas la valeur de la firme. L'établissement de la hiérarchie des modes de financement est un moyen pour les dirigeants de s'écarter le moins possible de l'objectif de maximisation de la valeur de la firme puisqu'elle leur évite de devoir renoncer à des projets d'investissement rentables.

Blazenko [1987], Narayanan [1988] et Harris et Raviv [1990] prolongent le modèle de Myers et Majluf [1984] en précisant les conditions pour l'existence d'équilibres révélateurs permettant aux investisseurs externes de dépasser la situation d'asymétrie informationnelle.

²³⁰ L'étude empirique de Chevalier [1995] (sur les variations des cours des actions de chaînes de supermarchés lors de l'annonce de LBO par une chaîne rivale ; l'échantillon comporte 13512 supermarchés entre 1981 et 1990) relative à l'industrie de la grande distribution aux Etats-Unis fait état de signal dévié dans le sens où l'annonce d'un rachat d'entreprises par le mécanisme du Leverage Buy Out (LBO) augmente la valeur des firmes rivales à l'entreprise émettrice du signal. Le signal n'est plus efficace dans la mesure où son interprétation ne coïncide pas avec l'intérêt de la firme qui l'émet, au contraire.

Les modèles de minimisation du coût de certains contrats

La minimisation du coût des contrats explicites

Williamson [1988] établit, sous la double hypothèse d'incomplétude des contrats et de comportement opportuniste des parties liées à ces derniers, une hiérarchie entre les financements qui est fonction de la nature des investissements à financer. L'auteur montre qu'il convient alors de choisir le financement approprié en fonction du degré de spécificité des actifs, c'est à dire celui qui minimise les coûts de gouvernance. Dans la mesure où les investissements spécifiques sont sources de plus grande incertitude et donc de plus grande probabilité à engendrer des comportements déviants *ex post*, l'augmentation de capital est mieux à même de réduire les coûts de réajustement. En effet, les actionnaires représentent un moyen de contrôle des investissements et de coercition à l'encontre du dirigeant puisqu'ils ont le pouvoir de décider de sa rémunération ou de le congédier, et d'accéder à une information privilégiée sur la politique d'investissement. De plus, l'augmentation de capital est une structure plus souple que l'endettement puisque les actionnaires peuvent tolérer une absence de rentabilité à court terme tandis que les prêteurs exigent le paiement des intérêts à intervalles réguliers. En outre, plus l'investissement sera spécifique, plus les prêteurs réclameront de garanties et augmenteront le coût de transaction par l'intermédiaire d'une majoration de la prime de risque. A l'inverse, pour un investissement peu spécifique, l'endettement représente une source de financement plus appropriée puisque étant une formule de financement plus simple et moins onéreuse au regard de la faible probabilité de réalisation d'ajustements *ex post*.

Il existe donc un équilibre κ^* en dehors duquel il est plus avantageux de financer un investissement par endettement plutôt que par fonds propres et inversement, en fonction du degré de spécificité des actifs. Si un investissement a un degré de spécificité κ inférieur à κ^* , il est préférable de le financer par endettement. Inversement, si un investissement a un degré de spécificité κ supérieur à κ^* , il est préférable de le financer par augmentation de capital.

Frierman et Wiswanathan [1989] prolongent le modèle de Williamson [1988] en raisonnant sur le degré de remédiabilité des actifs, et montrent que plus l'investissement est flexible, moins l'endettement est source de financement efficace.

Enfin, Fama [1990] montre que la structure financière se déduit de la minimisation des coûts fixes de l'ensemble des contrats conclus au sein de l'organisation ; cela englobe aussi bien les contrats de travail que les contrats d'approvisionnement avec les fournisseurs ou tout simplement les contrats de vente. Dans ce cadre, Fama envisage qu'une firme ayant des revenus incertains et une faible valeur de revente fera plus souvent appel à l'augmentation de capital pour entretenir des relations contractuelles durables, en garantissant le paiement de ses partenaires et en réduisant la probabilité de faillite. En revanche, si l'entreprise investit dans des actifs à forte valeur de revente, ces derniers joueront le rôle de garantie, la firme pouvant alors s'endetter dans de plus grandes proportions.

L'analyse de Fama relève tout aussi bien d'une logique de classement des modes de financement, puisque la firme peut privilégier les fonds propres, que d'une logique marginaliste, puisqu'elle peut également faire un compromis entre avantages et coûts marginaux.

La minimisation du coût des contrats implicites

Cornell et Shapiro [1987] montrent qu'une firme établit une hiérarchie entre les modes de financement afin de garantir à ses partenaires qu'elle pourra honorer ultérieurement les contrats implicites qu'elle aliène à ses contrats principaux. L'entreprise n'a donc pas intérêt à épuiser son autofinancement ni même sa capacité d'endettement car l'augmentation de capital en dernier recours lui permettant de respecter ses engagements implicites lui serait trop coûteuse (coûts de transaction importants, incidence négative de l'émission d'actions sur le cours). Au contraire, l'augmentation anticipée de capital lui permet de se prémunir et de constituer les réserves nécessaires pour honorer ces contrats. En définitive, une structure peu endettée constitue une garantie que les contrats seront plus facilement exécutés ; ce modèle aboutit donc à une hiérarchie de financement qui diffère de l'habituelle : autofinancement, augmentation de capital puis dette en dernier ressort. Le point clé de ce type de relation est la réputation. Par conséquent, une firme jouissant d'un meilleur renom pourra avoir un ratio d'endettement plus élevé, toutes choses égales par ailleurs.

Maksimovic et Titman [1991] analysent le lien entre la structure d'endettement et l'engagement implicite de fournir des produits de qualité. Ici encore joue un effet de réputation, l'endettement excessif associé à une faible valeur de revente des actifs en cas de cessation d'activité faisant office de signal négatif, les consommateurs craignant la survenance de difficultés financières rompant le contrat de qualité des produits ou des services vendus. Le problème se pose moins lorsque la valeur de revente des actifs est élevée puisque les actionnaires ayant intérêt à ce qu'une firme endettée poursuive l'activité cherchent à conserver un niveau de réputation élevé et par extension des produits de qualité.

Ces deux modèles prescrivent qu'une structure financière peu endettée est garante de l'exécution de services connexes dans de bonnes conditions. On remarque que la structure financière n'est plus appréhendée en fonction d'une décision financière particulière et que l'on réintègre une analyse globale.

Les modèles où la firme joue un rôle sociétal²³¹

Dans le modèle de Myers [1990], le rôle sociétal de l'entreprise s'accomplit dans un cadre plus restreint : la maximisation de la richesse sociétale ou '*corporate wealth*' incorporant le surplus organisationnel, c'est à dire la valeur actualisée des coûts occasionnés par des salaires trop élevés, un personnel en surnombre, et autres avantages de toute nature accordés aux membres de l'organisation.

Myers [1990] accorde au dirigeant une fonction d'utilité élargie aux intérêts du personnel de l'entreprise. Le dirigeant agit dans l'intention de maximiser non plus exclusivement la richesse des actionnaires ou sa propre fonction d'utilité mais le surplus organisationnel. Dans ce cadre, il retrouve la hiérarchie de financement des modèles précédents : autofinancement, augmentation de capital, dette.

En effet, le financement d'investissements à valeur actuelle nette négative ou nulle²³² par dette ne permet pas d'augmenter le surplus organisationnel ; au contraire, cela ne peut que le diminuer puisque les prêteurs sont à même d'imposer sa réduction si le remboursement de la dette ou le paiement des intérêts s'avèrent compromis. En revanche, une augmentation de

²³¹ « Le rôle sociétal d'une entreprise est directement lié à son engagement dans les problèmes de société, d'où la tendance actuelle à parler d'entreprise citoyenne. » Foglierini-Carneiro [1995], page 6.

²³² Le problème ne se pose pas si la valeur actuelle nette est positive car cela augmente alors la possibilité de redistribution au profit du surplus organisationnel.

capital d'un montant supérieur au financement de tels investissements permet d'augmenter le surplus organisationnel au détriment de l'intérêt des actionnaires existants dans la mesure où les actionnaires potentiels anticipent ce surcroît de surplus organisationnel et font diminuer le prix des titres.

Cette hiérarchie de financement implique une grande liberté d'action du dirigeant puisqu'il agit en défaveur des anciens actionnaires. Les anciens actionnaires contraignent toutefois le dirigeant à dégager d'importants dividendes s'il veut continuer à trouver des investisseurs. En définitive, le dirigeant cherche à investir dans tous les projets rentables ou non. Il prend les décisions d'une part d'investir dans les projets rentables pour s'assurer le maintien de dividendes suffisants, d'autre part de financer les projets non rentables par augmentation de capital pour accroître le surplus organisationnel ; et ce d'autant plus que cela lui permet de donner l'illusion aux actionnaires qu'il travaille pour eux, mais également de s'approprier une part importante du surplus organisationnel. En effet, le dirigeant a intérêt à créer une rente spécifique grâce à son savoir-faire de telle manière que les actifs sous sa coupe aient une valeur plus importante en sa présence ; il bénéficie alors d'un plus grand pouvoir de négociation quant à son salaire et d'une plus grande immunité face au licenciement.

De même, Moussu [2000] appréhende les décisions financières au sein d'une théorie de la firme reposant sur la formation de capital organisationnel associé à la relation d'emploi. L'auteur en conclut que seul le cas de faible performance d'une firme implique que l'endettement émerge, dans l'objectif de maintenir les accords implicites de la firme avec ses salariés.

Enfin, Zingales [2000] justifie principalement les coûts de faillite potentiels de la dette par le risque de rupture du capital organisationnel associé au manque de liquidité.

Nous pouvons reprendre l'analyse de ces modèles à l'aune de la théorie des jeux. Selon Thakor [1991], la théorie des jeux est l'étude des suppositions faite sur les comportements de deux (ou plusieurs) agents impliqués dans une relation (jeu), sachant que chacun cherche à maximiser sa propre fonction d'utilité sous la contrainte imposée, notamment par l'information dont il dispose (et sa croyance), et sachant que son action (ou signal) affecte la réaction de l'autre. Le jeu peut être coopératif, c'est à dire que les agents maximisent leurs richesses jointes ou non, lorsque chaque agent cherche à maximiser sa richesse de manière indépendante.

Les modèles traditionalistes, ou d'agence non élargie peuvent ainsi s'apparenter à des jeux non coopératifs. En effet, la dette est ici un mécanisme de gouvernance dont l'objectif est la maximisation de la valeur de la firme pour une catégorie précise d'agents, les actionnaires. Inversement, les modèles de minimisation des coûts ou d'agence élargie adhèrent à la définition des jeux coopératifs dans la mesure où toutes les contreparties ont intérêt à ce que perdure leur relation. Les agents effectuent des actions marquant leur intention de coopérer. Par exemple, les actionnaires laissent une plus grande marge de manœuvre aux dirigeants en contrepartie de laquelle ces derniers subissent leur pouvoir de coercition. Il existe un accord tacite entre les agents. Ce lien entre les agents s'exprime par une relation de confiance qui permet une prise de risque irrationnelle en son absence. Cette relation bilatérale est l'élément permettant de faire perdurer la relation.

C. LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS COMME PRODUCTEURS D'INFORMATION

Diamond [1984] accorde une grande importance au rôle du contrôle des intermédiaires financiers comme mode de gouvernance additionnel par opposition au financement direct. Selon l'auteur, le financement direct est bénéfique au contrôle car les coûts de ce dernier sont dupliqués parmi une multitude de prêteurs individuels. Mais, il émerge un problème de passager clandestin lorsque la dette est détenue par une multitude de créanciers. Ainsi, en communalisant l'épargne publique, et en accordant des financements à une multitude de sociétés, les intermédiaires financiers peuvent détenir une partie substantielle du financement des sociétés, incitant au contrôle.

La collecte d'informations afin de réduire les risques possède toutefois un coût (Renversez [1995], page 45). « *Dans quelle mesure un prêteur (le principal) peut-il alors confier la gestion de ses intérêts (le contrôle des débiteurs) à un intermédiaire financier (l'agent) ?* », Viviani [2001], page 42. Pour Plihon [1999], la raison principale réside dans la collecte et le traitement de l'information, sources du savoir-faire des intermédiaires financiers dans la réduction des coûts de contrôle. Les intermédiaires sont des producteurs d'information qui offrent des contrats dont les coûts informationnels sont moins élevés que le marché et assurent donc un rôle de surveillance complémentaire à celui du marché.

Leland et Pyle [1977] constituent le fondement des nouvelles théories de l'intermédiation²³³. Les auteurs concluent à la supériorité des intermédiaires financiers dans la réduction de l'asymétrie informationnelle *ex ante* entre un dirigeant-actionnaire et les investisseurs sur la qualité des projets à financer. L'entrepreneur peut en effet signaler la bonne qualité de son projet en engageant son patrimoine dans l'entreprise ou en utilisant une politique de distribution de dividendes agressive. Cette solution reste sous-optimale car le signal est coûteux (sous-diversification du portefeuille de l'entrepreneur, coût d'opportunité des dividendes dans le financement d'investissements rentables) voire peu crédibles (la distribution de dividendes peut être la source d'un faux signal). Leland et Pyle [1977] suggèrent ainsi que des organisations ayant pour vocation à produire et à vendre de l'information sur les entreprises vont émerger. C'est le cas notamment des agences de notation, mais ces dernières constituent encore une solution sous-optimale (Scannavino [1992]) : leur rémunération et leur activité d'évaluation sont peu explicites, la crédibilité de

²³³ Les nouvelles théories de l'intermédiation font référence au rôle accru des intermédiaires financiers dans la gestion du risque, la réduction des coûts de participation et des imperfections de marché (production d'information, transformation du risque financier, de l'échéance des actifs, de l'échelle, de la localisation et de la liquidité des créances), Scholtens et Wensveen [2000].

leur information s'acquiert dans le temps, et surtout le caractère public de l'information et sa communalisation rapide sur des marchés financiers efficients rend difficile l'appropriation d'une rente informationnelle. Les intermédiaires financiers restent alors la solution la plus efficace dans la production d'information à moindre coût. Ils bénéficient d'économies d'échelle et d'un avantage comparatif dans la valorisation de leur information si l'on suppose que leurs portefeuilles d'actifs ne sont pas parfaitement observables (Lobez [1997]).

L'encadré suivant présente les avantages comparatifs des intermédiaires financiers.

Encadré 2. 20 – Les avantages comparatifs des intermédiaires financiers dans la production d'information

Cet encadré repose sur Diamond [1984], Fama [1985], Guille [1994], Renversez [1995], Lobez [1997], Plihon [1999], Scialom [1999] et Viviani [2001].

Viviani [2001] effectue une synthèse remarquable sur les avantages comparatifs des intermédiaires financiers en tant que producteurs d'information, et dénombre pour principaux :

▪ **L'aptitude à filtrer les demandes**

Lobez [1997] considère que l'expertise des intermédiaires financiers leur permet d'obtenir une information privilégiée et de réduire les coûts de recherche de l'information. Ils bénéficient d'un effet d'apprentissage et de méthodes spécifiques d'évaluation (Guille [1994], Plihon [1999]), induisant un coût de traitement des dossiers moindre que pour un ensemble d'investisseurs individuels (Diamond [1984]). Pour Renversez [1995], l'avantage informationnel de l'intermédiaire financier et notamment le coût du financement qui en découle est plus à même de refléter le risque spécifique de l'entreprise relativement au marché qui détermine plutôt un risque moyen. L'avantage principal des intermédiaires financiers provient de la possibilité de proposer des contrats séparateurs (Lobez [1997]) réduisant le coût de sélection adverse ainsi que d'imposer des conditions hors prix (telles hypothèques et autres formes de garantie, Scialom [1999]). Enfin, l'intermédiaire financier peut garantir la confidentialité de circulation d'information avec la société, accentuant sa capacité à détenir une information pertinente.

▪ **L'aptitude au contrôle des performances**

Les intermédiaires financiers permettent de réduire les coûts de contrôle de par l'élaboration de contrats incluant des clauses incitatives et en contrôlant de manière effective leur exécution. De plus, en centralisant les dépôts des investisseurs individuels, l'intermédiaire financier permet d'éviter la duplication massive des coûts de contrôle (Renversez [1995]) ou un contrôle sous-optimal, le coût prohibitif incitant au comportement de passager clandestin des investisseurs individuels (Scialom [1999]). Enfin, les relations long-terme que peuvent entretenir les intermédiaires financiers avec les entreprises (au contraire du marché) sont gages d'une meilleure connaissance de la situation des sociétés par le suivi régulier des comptes (ou encore la fonction de teneur de livres au sens de Fama

[1985]). Le recours au financement par l'intermédiation bancaire peut ainsi refléter la confiance dont une entreprise jouit et envoyer un signal positif au marché (Fama [1985]).

▪ Le partage des risques

Les intermédiaires financiers bénéficient de la loi des grands nombres qui permet la mutualisation des risques et la diversification, atténuant les effets de l'antisélection ou de l'alea moral.

▪ La crédibilité des intermédiaires financiers

Campbell et Kracaw [1980] émettent une double critique sur la crédibilité des intermédiaires financiers dans leur fonction de production de l'information. D'une part ils peuvent s'entendre avec les sociétés pour les surévaluer ou ne pas les évaluer (en raison de considérations commerciales annexes), ce qui pose le problème de la crédibilité de leur information. D'autre part, au contraire de Leland et Pyle [1977], les auteurs considèrent que les portefeuilles des intermédiaires financiers sont observables, diminuant alors la valeur d'acquisition de l'information devenue bien public.

Si l'on se réfère à Poincelot [1997], « *la difficulté d'accéder à l'information, voire l'effet dissuasif d'une information complexe et déroutante, peuvent, en soi, créer une asymétrie d'information entre les intéressés [...] et un différentiel de pouvoir [...].* », page 83. Par conséquent, le rôle de production d'information des intermédiaires financiers est source de réduction de l'asymétrie informationnelle et d'accroissement de l'efficacité factuelle ou potentielle des mécanismes de contrôle.

Pound [1988] pèse les avantages et les inconvénients de la présence d'investisseurs institutionnels au capital des sociétés. D'un côté les investisseurs institutionnels possèdent une expertise synonyme de contrôle efficace et d'incitation à l'interventionnisme, d'un autre côté, les dirigeants et les investisseurs institutionnels sont incités à la collaboration, de par la menace de représailles commerciales. Mais Pound [1992] conclut à une incitation plus forte au contrôle pour la simple raison que la détention de blocs de contrôle plus importants rend difficile la revente et l'échange de titres sur le marché. De même, Mikkelson et Ruback [1991] concluent que les institutionnels affectent positivement la valeur de la firme, ce que confirment Chaganti et Damanpour [1991] et McConnel et Servaes [1990].

Pound [1993] soutient que le modèle des prises de contrôle (sous forme d'offres publiques ou de batailles de procuration) est éclipsé par un modèle politique de règlement des conflits d'intérêts, plus flexible pour gérer des erreurs de gestion spécifiques. En effet, les prises de contrôle représentent une solution radicale souvent perçue avec suspicion et sujette à des représailles politiques sous forme de législation anti-OPA (Wahal [1996]). En revanche, les

mécanismes de contrôle politiques n'impliquant pas le recours au vote des actionnaires mais ayant un objectif de signifier le mécontentement (notamment en termes de faibles performances financières) de certains propriétaires aux dirigeants, portent le conflit à l'aune de discussions plutôt que sous la houlette du droit de vote. Ce type de recours est notamment favorisé par certains investisseurs institutionnels en raison d'un règlement peu coûteux à la fois pour l'initiateur mais également pour la firme des situations conflictuelles. Wahal [1996] met en lumière l'efficacité d'un tel mode de règlement en étudiant l'activisme de neuf fonds de pension majeurs américains²³⁴. L'auteur met ainsi en évidence que l'annonce de résolution de conflits par l'offre d'institutionnels de règlement par bataille de procuration n'a aucun impact sur le prix des titres de la société. Au contraire, l'annonce d'une résolution par concertation avec les dirigeants est suivie par une rentabilité anormale cumulée positive comprise entre 1% et 2,7% sur une période de 6 jours.

D. L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS FACE AUX PRESSIONS DES DIRIGEANTS

Brickley, Lease et Smith [1988] puis Zahra, Neubaum et Huse [2000] distinguent plusieurs types d'investisseurs institutionnels aux comportements de gestion différents, fonction de leur indépendance vis-à-vis de l'organisation et du dirigeant en particulier. Les institutionnels sont ainsi classifiés parmi trois catégories : (1) les institutions résistantes aux pressions de l'équipe dirigeante en raison de considérations uniquement de gestion de portefeuilles (appartiennent généralement à cette catégorie les fonds de pension publics et les sociétés d'investissement), (2) les institutions sensibles aux pressions des dirigeants en raison de considérations commerciales annexes en plus de leur participation au capital de l'entreprise (entrent dans cette classe les établissements bancaires et les compagnies d'assurance) et (3) les institutions dont l'indépendance vis-à-vis de l'influence de l'équipe dirigeante est indéterminée (usuellement les fonds de pension d'entreprises et les sociétés de courtage). L'étude de Brickley, Lease et Smith [1988] met en évidence une plus forte opposition de vote des investisseurs institutionnels résistants aux pressions des dirigeants aux propositions de l'équipe dirigeante, les institutionnels sensibles aux pressions ou au comportement indéterminé ayant tendance à voter dans le sens de l'équipe dirigeante. Tihanyi et al. [2003] soulignent également que les institutionnels résistants aux pressions des dirigeants ont en

²³⁴ Calpers, Calstr, Colpera, NYC, PSERS, SWIB, TIAA-CREF, FSBA et NYSCR.

retour une plus grande influence dans la stratégie des sociétés. Ces derniers présentent également un horizon d'investissement long terme, les institutionnels au comportement indéterminé s'engageant en revanche plutôt sur le court terme. Enfin, les investisseurs institutionnels sensibles aux pressions des dirigeants fondent principalement leur performance sur leurs relations commerciales avec la société et évitent d'entrer en conflit avec l'équipe dirigeante, préférant adopter un comportement de sortie en cas de désaccord. Leur rôle au sein du conseil d'administration s'oriente ainsi en direction de services financiers plutôt que celui de contrôle.

E. LES OBSTACLES À L'ACTIVISME DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Ben M'Barek [2001] recense l'ensemble des facteurs explicatifs d'un amoindrissement du contrôle des investisseurs institutionnels sur les firmes composant leurs portefeuilles et cite (1) les contraintes légales et réglementaires dissuasives dans la constitution de blocs de contrôle, (2) les problèmes de l'action collective, (3) les problèmes d'agence au sein des institutions elles-mêmes, et (4) les insuffisances du système de rémunération des gérants de fonds²³⁵. De plus, les investisseurs institutionnels peuvent être réticents à l'obtention d'un siège d'administrateur lorsqu'ils possèdent des implications commerciales dans plusieurs entreprises concurrentes.

Ersoy-Bozcuk et Lasfer [2001] confirment pour les investisseurs institutionnels britanniques un comportement de placement stratégique de leurs ordres de transactions de blocs plutôt qu'une activité de contrôle des sociétés de leurs portefeuilles d'investissement, suggérant que les investisseurs institutionnels préfèrent une stratégie de sortie plutôt que la confrontation directe par voie de contrôle.

²³⁵ (1) Les règles prudentielles ont pour objectif premier de garantir les épargnants individuels contre le risque d'insolvabilité de leur patrimoine donné en gestion aux institutionnels, mais ont pour effet négatif une dispersion et répartition des portefeuilles contraires à la constitution de blocs de contrôle. (2) Les problèmes d'action collective font référence aux comportements de passager clandestin et aux coûts de coordination d'investisseurs institutionnels aux profils de gestion hétérogènes. (3) Les problèmes d'agence regroupent non seulement les situations de dépendance relative des investisseurs institutionnels vis-à-vis des dirigeants pour raisons commerciales mais également les problèmes d'agence internes liant le principal (les épargnants) à l'agent (l'institutionnel). Ce schéma exactement inverse entre l'investisseur institutionnel et les dirigeants de sociétés donne naissance à des coûts d'agence liés aux divergences d'intérêts usuelles entre mandants et mandataires. De plus, la méthode de gestion indicielle tend à privilégier la passivité plutôt qu'un rôle actif de contrôle. (4) Enfin, les gestionnaires de fonds ont de fait une responsabilité moindre de leur gestion devant les épargnants que les dirigeants devant les actionnaires, sont évalués dans une perspective court terme alors que les épargnants ont généralement un horizon de placement long terme, et leur rémunération est soumise à la comparaison de leurs concurrents, désincitant chacun à supporter les coûts individuels de contrôle qui serait bénéfique à tous et induirait indirectement une diminution de leur rémunération.

Harris et Raviv [1990] confortent la réticence des créanciers bancaires à discipliner les dirigeants de leurs sociétés débitrices, notamment lorsqu'elles possèdent un intérêt dans le capital de ces mêmes sociétés au travers de participations croisées. Les créanciers bancaires adopteraient un comportement de lissage des dividendes distribués par le biais de transferts financiers inter-firmes, dans l'objectif de protéger la valeur des prêts consentis, au détriment *in fine* des actionnaires extérieurs.

Enfin, Roe [1990] soutient que les contraintes politiques et légales (telles l'obligation de participations maximales au sein du capital des firmes) inhibent la capacité des institutions à mettre en place une surveillance efficace des firmes. Ces contraintes excluent tout rôle actif des investisseurs institutionnels.

F. LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS, VECTEURS D'INTERNATIONALISATION DE L'ACTIONNARIAT

Pour Naes [2004], les investisseurs étrangers subissant une asymétrie informationnelle forte en investissant dans des firmes internationales, l'objectif premier de leur investissement trouve sa source dans la diversification géographique de leur portefeuille. La présence d'investisseurs internationaux dans le capital d'une firme peut ainsi traduire une efficacité moindre de leur activité de contrôle, par suite une performance moindre des firmes à l'actionnariat international.

L'ACTIONNARIAT SALARIÉ : SYSTÈME D'INCITATION À LA PERFORMANCE ET MÉCANISME DE GOUVERNANCE

A. LA RÉMUNÉRATION : UN SYSTÈME D'INCITATION COMPLEXE MULTIDIMENSIONNEL

La politique de rémunération du personnel a pour vocation de (1) recruter les salariés, (2) départager le personnel le plus qualifié des indésirables, (3) inciter au comportement désiré et (4) être outil de récompense ou de punition (Milgrom et Roberts [1992]). Mais l'influence du caractère incitatif de la rémunération est la résultante d'un processus décisionnel complexe, remettant en cause tout impact significatif sur la performance des sociétés (Jensen et Murphy [1990]). L'encadré 2.21 souligne la complexité des systèmes de rémunération, par suite d'incitation, des dirigeants.

Encadré 2. 21 – La rémunération des dirigeants : un système d'incitation multidimensionnel complexe

Cet encadré repose sur les travaux de Jensen et Murphy [1990], Baker, Jensen et Murphy [1988], John et John [1993] et Barkema et Gomez-Mejia [1998].

Ces auteurs répondent à l'impasse dans laquelle le courant principal de l'agence semble mener sur la détermination d'un lien robuste entre la rémunération des dirigeants et la performance des sociétés en proposant une grille d'analyse alternative.

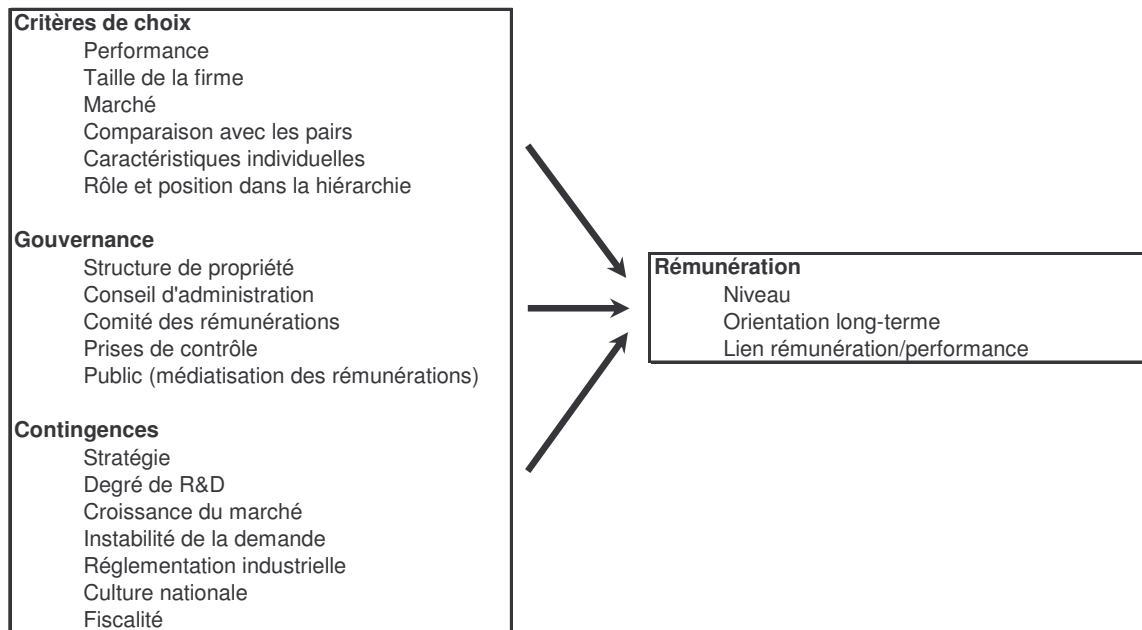
Faisant suite au constat factuel de pratiques de gestion des rémunérations contraires ou tout du moins en désaccord avec le paradigme de l'agence et l'alignement des intérêts des dirigeants avec celui des actionnaires (Baker, Jensen et Murphy [1988]) ou encore à la faiblesse du lien entre la performance des entreprises et la rémunération des dirigeants²³⁶, Jensen et Murphy [1990] posent la question de l'intégration de l'étude des systèmes de rémunération au sein d'un ensemble de paradigmes complémentaires.

Ainsi, John et John [1993] élargissent le cadre de l'agence à la tripartite entre dirigeants actionnaires et créanciers, posant le système de rémunération des dirigeants comme un mécanisme de compromis entre les intérêts divergents des trois agents. Les auteurs en déduisent que l'analyse de la rémunération peut se généraliser à l'ensemble des parties prenantes du nœud contractuel que représente l'organisation.

Barkema et Gomez-Mejia [1998] étendent l'analyse aux théories psychologiques, comportementales, de la productivité marginale du travail, du processus informationnel, de la dépendance aux ressources, du pouvoir discrétionnaire des dirigeants ou encore de la comparaison sociale pour donner un cadre général de la compréhension des mécanismes d'incitation, qu'ils soient purement économiques ou non. L'intuition est majeure car elle aboutit à une mise en perspective de la rémunération comme résultante de critères d'appréciation au sein d'un ensemble de mécanismes de gouvernance et d'états contingents à la firme (figure 2.2).

²³⁶ Comme peut l'illustrer une dépêche de l'AFP du 12 juillet 2005 : « La rémunération du PDG du groupe aérien Air France-KLM, Jean-Cyril Spinetta, a quasiment doublé en un an, pour atteindre 710.000 euros au titre de l'exercice 2004-2005 [...]. Ce montant [...] a augmenté de 85,8% [...]. Leo van Wijk, président du directoire de la compagnie aérienne néerlandaise KLM, fusionnée depuis mai 2004 à Air France, a touché [une] rémunération totale s'élevant sur la période à 1,083 million d'euros [+47,7%]. Pierre-Henri Gourgeon, directeur général délégué d'Air France-KLM a quant à lui perçu un total de 505.970 euros en 2004-2005. Au total, le montant des rémunérations fixes et variables versées aux trois plus hauts dirigeants du premier groupe aérien européen s'élève à près de 2,3 millions d'euros. Sur l'exercice 2004-2005, le premier du groupe fusionné, le bénéfice net d'Air France-KLM s'est établi à 351 millions d'euros, en hausse de 20,2% comparé au résultat net proforma 2003-2004. Le bénéfice d'exploitation s'est établi sur la période à 489 M EUR (+20,7%), pour un chiffre d'affaires de 19,079 mds EUR (+7,3%). Le cours d'Air France-KLM a parallèlement baissé de 4,27% à la Bourse de Paris depuis un an, et de 7,2% depuis le 1er janvier 2005. »

Figure 2. 2 – La grille d’analyse des systèmes de rémunération de Barkerma et Gomez-Mejia [1998]



Barkema et Gomez-Mejia [1998] mettent ainsi en avant la complexité inhérente à l’analyse des systèmes d’incitation et aux liens établis entre les différents systèmes de gouvernance.

La rémunération des dirigeants peut également comprendre pour partie l’octroi d’options sur les actions de leur société. Ce mécanisme incitatif semble privilégié sur le plan théorique dans la mesure où il permet d’aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires (Charreaux [1997]), et qu’il résout le problème d’observabilité des décisions des dirigeants par les actionnaires (Holmström [1979]). Cormier, Magnan et Lena Fall [1999] répondent de manière équivoque pour les firmes canadiennes à l’efficacité de l’octroi d’options : il existe un lien positif avec la performance boursière de la firme mais seulement dans le cadre d’un actionnariat concentré et sur une durée limitée d’une année suite à l’octroi. De plus, le mécanisme d’évaluation peut engendrer un effet pervers en incitant les dirigeants à poursuivre des stratégies communes conduisant à un biais mimétique dans leur gestion, une piètre performance n’étant pas en soi rédhibitoire si elle est partagée par l’ensemble des acteurs d’un même secteur, au contraire d’une mauvaise performance individuelle (Trowski [2004]).

En raison de l’éloignement des systèmes d’incitation du cadre d’analyse de notre étude, bien que le conseil d’administration ou encore la structure de propriété ait une influence quant à son architecture et ses caractéristiques, nous ne nous intéressons pas à un tel mécanisme de gouvernance²³⁷. En revanche, nous portons une attention particulière sur l’incitation à la performance que constitue l’actionnariat salarié au sein de la structure de

²³⁷ Nonobstant l’étude du cas particulier de la participation des dirigeants au capital de l’entreprise et de son impact sur la performance.

propriété, dont l'évolution croissante est fortement soutenue en France sur le plan réglementaire.

B. LA PLACE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ DANS LE SYSTÈME DE GOUVERNANCE

Dans quelle mesure l'actionnariat salarié peut-il représenter un facteur d'influence dans les processus de décision et de contrôle, acteur du système de gouvernance au même titre que les autres types d'investisseurs ? Afin d'appréhender les facettes de l'actionnariat salarié, nous présentons dans un premier temps une évolution historique du poids de l'actionnariat salarié en France sur la période 1996-2004 ainsi que les facteurs d'influence d'acquisition par le personnel des titres de leur entreprise, pour permettre dans un second temps une évaluation du rôle de ce mécanisme de gouvernance.

L'ÉVOLUTION CONJOINTE DU CADRE RÉGLEMENTAIRE ET DE L'ENCOURS DE L'ÉPARGNE SALARIALE EN FRANCE

Comme le souligne Trebucq [2002] reprenant Hirigoyen [1997], page 2 « [...] *l'historique des fondements philosophiques et économiques de l'actionnariat salarié conduit à distinguer deux types d'approches : [...] une technique de valorisation de la personne et un instrument d'accomplissement [ou la réconciliation des] Français avec leur industrie, de façon, à terme, à augmenter les moyens financiers des entreprises.* ». La première conception intègre une dimension humaniste de l'actionnariat salarié pour lequel « *la participation permet d'assurer la dignité de l'homme au travail* » tandis que la seconde est purement productiviste au sens où la participation « *[constitue] un facteur d'amélioration quantitative et qualitative des résultats de l'entreprise par la motivation des salariés* » (Rapport d'information au Sénat 500 (98-99) – Commission des affaires sociales, page 8)²³⁸.

Le renouveau de l'actionnariat salarié (encadré 2.22, tableau 2.18, figures 2.3 et 2.4) et son encouragement procèdent d'une volonté publique aux buts avoués d'entraîner une évolution des relations sociales dans l'entreprise (au sens de la transformation des rapports sociaux de production), de renforcer les fonds propres des entreprises françaises, de garantir le caractère national de ces dernières, et de soutenir les entreprises de croissance.

²³⁸ Le rapport présidé par Jean Chérioux met en avant un troisième courant, utopiste, pour lequel l'opposition entre capital et travail doit être dépassée par une nouvelle organisation de la relation salariale fondée sur l'association.

Encadré 2. 22 – L'épargne salariale en France – 1996-2004

Cet encadré repose sur les rapports annuels du Conseil National du Crédit et du Titre, de l'Autorité des Marchés Financiers et de la Commission des Opérations de Bourse pour les années concernées.

Tableau 2. 18 – Evolution de l'encours et de la composition des FCPE en France – 1996-2004

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Nombre	3 669	3 477	3 610	3 462	3 406	3 499	3 600	3 352	3 197
Evolution en %	-3,5%	-5,2%	3,8%	-4,1%	-1,6%	2,7%	2,9%	-6,9%	-4,6%
Encours en milliards d'euros	21,81	28,28	35,34	50,55	54,77	53,19	47,43	56,02	56,92
Evolution en %	14,6%	29,7%	25,0%	43,0%	8,4%	-2,9%	-10,8%	18,1%	1,6%
Répartition de l'actif du FCPE									
Actions de l'entreprise	31,2%	34,8%	38,0%	44,5%	48,8%	46,6%	42,4%	43,7%	43,9%
Obligations de l'entreprise	6,3%	5,2%	5,9%	3,3%	3,4%	3,4%	4,0%	3,6%	3,5%
Total Entreprise	37,5%	40,0%	43,9%	47,8%	52,2%	50,0%	46,4%	47,3%	47,4%
Actifs autres	62,5%	60,0%	56,1%	52,2%	47,8%	50,0%	53,6%	52,7%	52,6%

Figure 2. 3 – Evolution de l'encours des FCPE en France – 1996-2004

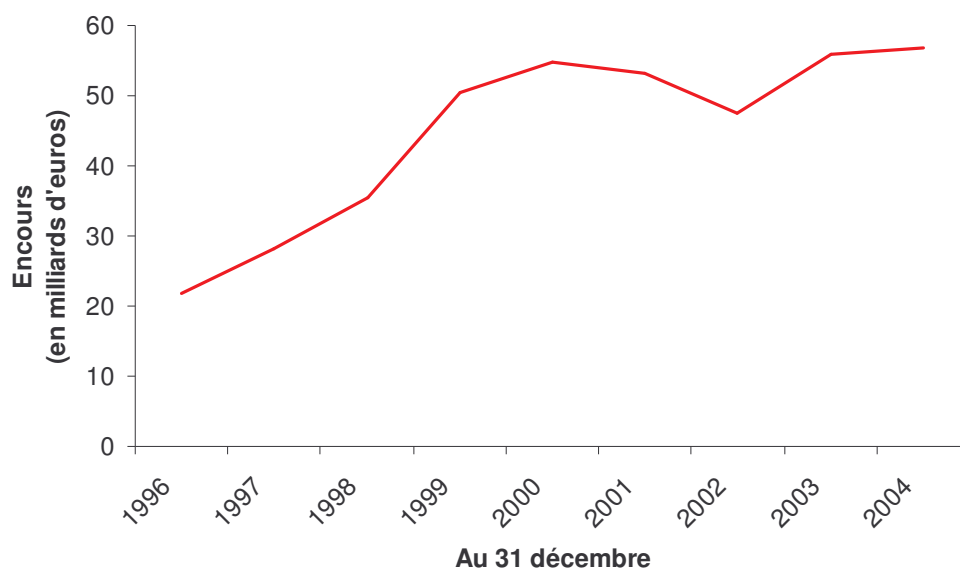
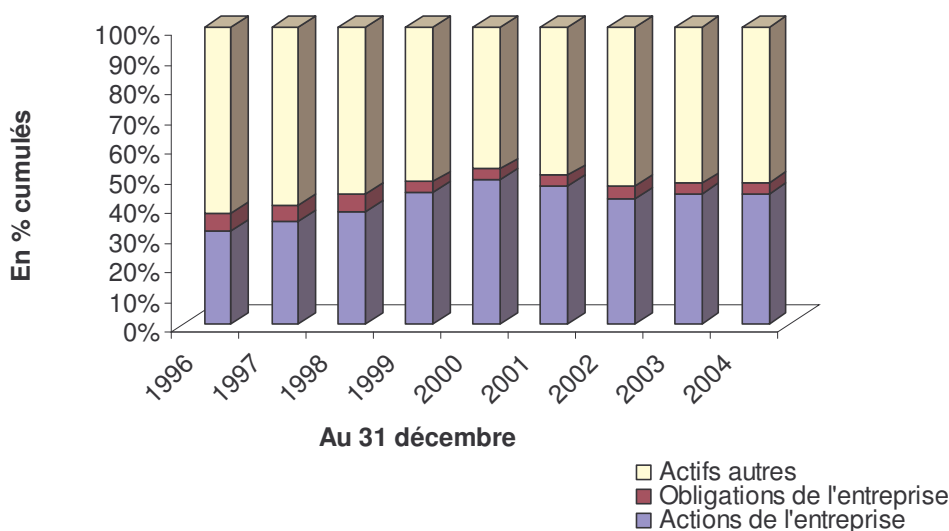


Figure 2. 4 – Répartition par type de l'encours des FCPE en France – 1996-2004



L'essor de l'actionnariat connaît ainsi une lente progression avec un triplement de son encours sur neuf années. De fait, bien qu'en plein essor, l'actionnariat salarié reste modeste dans le tissu économique français : en moyenne 2% pour les entreprises du CAC40 (jusqu'à un seuil supérieur à 5% pour certaines), mais les enquêtes de la COB restituent un échantillon restreint d'entreprises y ayant recours (92 sociétés sur 560 cotées ont répondu dans l'affirmative en 1999). De plus, l'encours des FCPE continue d'être centré principalement sur les titres émis par l'entreprise.

Juridiquement, le PEE – Plan d'Épargne Entreprise – a été institué par l'ordonnance du 17 août 1967. Il se différencie de l'intéressement et de la participation car il ne constitue non pas un supplément de revenu mais une « *simple structure d'accueil de l'épargne salariale.* »²³⁹. Les fonds investis dans le PEE (participation volontaire, transfert de l'intéressement ou encore abondement) sont bloqués pour une durée minimale de cinq ans, hors cas de déblocage anticipé reconnu, et font profiter d'avantages fiscaux et sociaux aux entreprises et aux salariés.

Le PEE est usuellement géré par un FCPE – Fond Commun de Placements d'Entreprise – qui peut être de deux types : diversifié (article 20) – constitué de titres multiples, ou actionnariat (article 21) – constitué de titres émis par la société. Bien que les FCPE 'article 20' soient les plus nombreux, ils possèdent une orientation prononcée pour les titres de l'entreprise qui se traduit de fait par une faible diversification de leur encours.

LES DÉTERMINANTS DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ

Le choix des salariés répond à des logiques propres à l'entreprise (contribution de l'entreprise dans les fonds d'actionnariat salarié par l'intermédiaire de l'intéressement ou de

²³⁹ Le lecteur pourra se référer au cadre réglementaire de l'ordonnance n° 86-1134 du 21 octobre 1986 concernant l'ensemble des modes d'intéressement au sens large du terme.

l'abondement, caractéristiques de l'entreprise) mais également à l'extrapolation excessive que les salariés opèrent sur les rentabilités passées, le degré de familiarité et de loyauté qu'ils entretiennent avec leur société (Cohen [2004]), leurs caractéristiques personnelles (en termes de patrimoine et de capital humain) et des heuristiques de décision (le choix offert entre différents types de supports financiers à l'actionnariat salarié). Selon une approche financière, les acteurs de l'organisation ne sont incités à apporter leur contribution à la création de valeur uniquement s'ils sont créanciers résiduels. Ainsi, l'actionnariat salarié répond à cette volonté de partage de la rente organisationnelle afin de motiver à la création de valeur par l'ensemble des partenaires.

L'actionnariat salarié est une réponse au caractère non diversifiable de l'investissement en capital humain des salariés dans leur entreprise, permettant d'aligner leur intérêt avec ceux des actionnaires : motivation, lutte contre l'absentéisme, effort soutenu permettant d'améliorer la qualité des produits, la productivité et la valeur de la firme.

Blair [1995a,b] considère que l'apport en capital humain spécifique des employés leur imposant un risque équivalent au capital financier des actionnaires doit leur conférer les mêmes droits de créance et de contrôle résiduels. L'investissement en capital humain spécifique est par nature non transférable en dehors de la firme, par conséquent les employés, s'ils ne sont pas suffisamment incités, peuvent être réticents à la spécialisation de leurs compétences, spécialisation nécessaire à la compétitivité de l'entreprise, le passage de l'ère industrielle à l'économie de la connaissance accentuant le phénomène. Dans la mesure où la valeur de l'investissement en capital humain spécifique est indissociable de l'actif physique détenu par la firme, propriétaires et employés sont en situation de codétermination préfigurant des problèmes complexes de gouvernance. Robinson, Wilson, et Zhang [2003] considèrent, outre l'instauration d'une politique de carrières professionnelles long-terme, les plans d'épargne entreprise comme un arrangement institutionnel permettant la sauvegarde du capital humain spécifique au sein de la firme par l'incitation *ex ante* à l'investissement des employés, l'élimination du problème de dilemme de prisonnier et la protection contre les comportements opportunistes *ex post* des deux parties²⁴⁰, autrement dit minimisant les coûts

²⁴⁰ La possession partielle de droits de créances résiduels incite non seulement à l'investissement en capital humain spécifique des employés, mais les protège également de la menace d'expropriation des actionnaires une fois l'investissement réalisé en leur conférant des droits de contrôle associés. De même, l'incitation du partage de la rente organisationnelle prévient contre l'opportunisme des employés à l'encontre des actionnaires ayant mis à leur disposition les actifs physiques spécifiques à l'accroissement de la valeur de leur capital humain : les deux parties prenantes sont en situation de co-spécificité. Sans le mécanisme de plans d'épargne entreprise incitatifs et protecteurs des intérêts des deux parties, actionnaires et employés auraient intérêt à adopter un

de transaction entre les parties prenantes. Les auteurs confirment pour 655 sociétés britanniques ayant une activité orientée sur le capital humain spécifique l'utilisation plus probable de plans d'épargne entreprise incitatifs.

Dans la même lignée, Liebeskind [2000] énonce trois objectifs principaux à la mise en place de mécanismes incitatifs dans les entreprises à forte intensité en capital humain : (1) attirer un personnel qualifié, (2) inciter au développement et à l'investissement en capital humain au sein de la firme, et (3) retenir les salariés sur une durée suffisante pour bénéficier des retombées de cet investissement sur le plan productif et commercial. Pour l'auteur, l'octroi de droits sur la richesse créée permet de remplir ces trois objectifs en apportant une compensation suffisante à l'investissement spécifique et en garantissant une durée longue (en théorie infinie) d'appropriation d'une partie de la rente organisationnelle.

Au regard de la gouvernance d'entreprise, l'actionnariat salarié confère des droits aux salariés afin qu'ils puissent sauvegarder leurs intérêts en prenant part au processus décisionnel et en contrôlant le comportement des dirigeants (Desbrières [2002]). De plus, les clauses liant l'avantage fiscal à une durée de détention minimale de cinq ans augmentent le coût de sortie et incitent au contrôle direct via le pouvoir de vote ou le conseil d'administration.

Pour Aoki [1984], l'adoption de formules d'actionnariat des salariés permet de disposer d'une solution peu coûteuse pour lier les intérêts des parties prenantes. En effet, dans une logique partenariale, l'actionnariat salarié est plus à même d'être profitable à la gouvernance de l'entreprise. Disposant de la double qualité d'actionnaire et de partie prenante, les salariés permettent de croiser plusieurs catégories d'intérêts et de sources d'information, et de faire le lien entre deux horizons temporels différents ; court terme pour l'actionnaire et long terme pour le salarié. Il représente donc un facteur de cohésion supplémentaire au sein de la firme et un mécanisme d'incitation à la motivation et à la performance.

L'actionnariat salarié peut également encourager une bonne gouvernance de la société puisque les employés disposent d'une information privée, un pouvoir de contrôle potentiellement accru par leur représentation aux organes de surveillance, et une motivation à s'engager dans un contrôle efficace croissante en fonction de leur investissement en capital humain et financier dans la firme. Les actionnaires sont enfin plus à même de faire respecter les engagements pris par le dirigeant (Aoki [1990]) et à réduire l'asymétrie informationnelle

comportement opportuniste résultant en une situation sous-optimale de nature identique au dilemme du prisonnier.

sur la performance de l'équipe dirigeante vis-à-vis des investisseurs extérieurs (Smith [1991])²⁴¹.

Mais l'efficacité du contrôle des salariés n'est effectif que sous la double condition qu'ils possèdent des représentants au sein du conseil d'administration et que la nature des réunions ne soient pas déformées par leur présence en simple chambre d'enregistrement. Or, l'enquête de la COB met en évidence que « *les possibilités ouvertes par la loi du 2 juillet 1994 en matière d'ouverture des conseils d'administration ou des conseils de surveillance des entreprises ont été peu utilisées ; quant aux conseils de surveillance des fonds, il paraît certain qu'ils n'ont pas toujours accès aux informations pertinentes sur l'évolution de l'entreprise.* ».

L'INSTRUMENTALISATION DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ

L'enquête menée pour la COB auprès d'un échantillon de 92 sociétés françaises cotées ayant mis en place l'actionnariat salarié fait état d'une logique économique et sociale somme toute relative puisque les entreprises évoquent pour avantages principaux, en dehors de la motivation des salariés, la constitution d'un noyau stable d'actionnaires, un facteur supplémentaire d'obstacle aux prises de contrôle hostiles, la valorisation de l'image de l'entreprise auprès des analystes financiers, un moyen de compensation de l'absence d'augmentation des rémunérations et de réduction du risque de grève.

Le rôle de contrôle des salariés est en effet remis en cause par Trebucq [2002] qui montre d'une part que « *la part de la rémunération des salariés non-dirigeants relevant de la détention d'actions se révèle souvent réduite à la portion congrue.* », l'acquisition de parts dans les plans d'épargne entreprise étant plutôt dictée par une logique de souscription préférentielle, d'autre part que l'actionnariat salarié est utilisé principalement par les entreprises familiales du SBF250, apportant un soutien supplémentaire aux décisions de l'équipe dirigeante ou contre l'opportunisme de prises de contrôle.

De même, pour Desbrières [2002], page 2, l'actionnariat salarié peut tout aussi bien « *constituer un mécanisme de contrôle des dirigeants, ou au contraire, servir les intérêts de ces derniers lorsqu'ils suivent une stratégie d'enracinement nuisible aux intérêts des autres actionnaires.* ». Enfin, le revers du mécanisme incitatif de la détention d'actions de son

²⁴¹ L'enquête de la COB montre que la participation des salariés aux assemblées générales présente, directement et indirectement, un taux de 58%.

entreprise prend toute son ampleur lors d'une diminution de la valeur boursière des titres de la firme et peut impliquer une baisse de la création de valeur par la démotivation des salariés, d'autant plus si ces derniers privilégient un horizon court terme dans leur investissement financier (Couret [1987]). De même, les salariés peuvent adopter un comportement de passager clandestin dans la mesure où la valeur de l'actionnariat est appréciée par la performance globale de l'entreprise et non individuelle, bien que ce problème puisse être résolu par un contrôle et une collaboration mutuels (Fitzroy et Kraft [1987]).

De plus, le caractère risqué de cette rémunération (en sus de l'investissement spécifique en capital humain) peut être source de conflits internes lorsque l'actionnariat est diffus mais également un problème d'aliénabilité lorsque l'actionnariat est concentré dans les mains d'actionnaires de contrôle, le salarié pouvant rencontrer des difficultés à vendre ses titres (Jensen et Meckling [1992]).

Enfin, le contrôle des salariés est fortement lié à leur indépendance vis-à-vis de l'équipe dirigeante. Cette dernière peut d'ailleurs instrumentaliser l'actionnariat salarié en construisant une collusion implicite par la promesse ou l'établissement de sur-rémunérations, promotions ou autres avantages, afin d'inhiber le contrôle des salariés voire augmenter leur protection aux prises de contrôle. Mais cette collusion peut être bénéfique pour l'ensemble des partenaires si l'accroissement de la sécurité des dirigeants s'accompagne parallèlement d'une augmentation de leur investissement spécifique (Scholes et Wolfson [1990]). On peut également soulever le problème de la légitimité du mandataire des salariés, lors de la gestion d'un FCPE, dans la représentation de leur intérêt collectif auprès des organes de décision, ou encore le caractère peu incitatif au contrôle collectif en raison de la faible part d'actions détenues individuellement.

Sur le plan empirique, Dondí [1992] trouve un impact positif sur la performance financière des sociétés jusqu'à un seuil critique de 10% pour les firmes françaises, de même que Arcimoles et Trébucq [2002] pour les rentabilités économiques, financières et les taux de croissance. Néanmoins, Arcimoles et Trébucq [2002] montrent sur des études de rentabilités anormales un impact certes positif de l'annonce de mise en place de plans d'épargne salariés, mais non systématique et d'une durée limitée.

D'un autre point de vue, Benartzi [2001] et Huberman et Sengmueller [2004] ou encore Cohen [2004] montrent que la contribution des salariés aux fonds investis en actions de leur propre entreprise est indépendante des mouvements de prix des actions de la société, suggérant l'incapacité des salariés à disposer d'une information privilégiée.

LA PARTICIPATION DE L'ÉTAT

Pour Demsetz et Lehn [1985], la participation de l'Etat dans le capital des entreprises induit deux effets opposés sur le degré de concentration des actionnaires : les effets dits 'primaires' qui réduisent ce degré de concentration – la réduction des options disponibles aux propriétaires, donc du potentiel de contrôle, et une activité de surveillance ainsi qu'un mécanisme de discipline subsidiaires du management – et ceux 'secondaires' qui regroupent des problèmes de dépenses somptuaires du management plus importants du fait de la régulation des prix au-dessus du prix concurrentiel et impliquent une surveillance et une concentration accrues. Demsetz et Lehn [1985] penchent toutefois pour un impact net dominé par les effets primaires car l'incitation des propriétaires à réduire les dépenses somptuaires du dirigeant est émoussée par la tendance des commissions régissant les entreprises publiques d'ajuster les prix à un taux de profit fixé.

D'un autre côté, la poursuite d'intérêts publics non forcément convergents avec l'objectif de maximisation de la valeur de la firme pour les actionnaires peut induire une performance moindre des sociétés contrôlées par l'Etat.

4. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS SUR L'IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES DE CONTRÔLE

L'étude de l'influence de l'identité des actionnaires de contrôle sur la performance des sociétés peut être menée de deux manières : selon une approche traditionnelle typologique, ou selon une analyse catégorielle. L'approche typologique consiste à opérer une classification des firmes au moyen d'un seuil de participation de l'actionnaire de référence. En revanche, l'analyse catégorielle relève de l'influence des actionnaires par groupes identifiés. Nous adoptons ici les deux types d'approches.

Hypothèse 22 – Les firmes familiales exhibent une performance économique supérieure.

Si l'on adopte une vision patrimoniale et surtout dynastique des entreprises détenues majoritairement par des groupes familiaux, on peut considérer que les *desiderata* de transmission intergénérationnelle de l'entreprise font privilégier la performance économique. La thèse de la convergence d'intérêts est ici supposée.

Hypothèse 23 – Les firmes familiales exhibent une performance financière supérieure.

En revanche, les actionnaires familiaux, en raison de l'absence de diversification au risque spécifique de leur portefeuille, ont tendance à valoriser leur participation au capital de la société en terme d'utilité pécuniaire, au contraire des actionnaires extérieurs qui en donnent une valorisation de marché. Par suite, on peut s'attendre à ce que la performance financière des firmes familiales soit moindre.

D'un autre point de vue, l'origine patrimoniale de leur participation tend à supporter également la thèse de convergence des intérêts.

L'effet qui prédomine relevant de l'étude empirique, nous choisissons de tester une alternative, sans toutefois préjuger du signe de la relation.

Hypothèse 24 – La présence d'actionnaires personnes physiques au capital des sociétés induit un impact positif sur la performance des sociétés.

Il s'agit de l'extension de l'hypothèse précédente à l'approche catégorielle de la relation entre la présence d'actionnaires personnes physiques et la performance des sociétés. De même, le signe de la relation relève du constat empirique.

L'influence des intermédiaires financiers sur la performance des entreprises est multiple. On peut adopter une grille de lecture opérant la distinction entre intermédiaires de bilan et intermédiaires de marché. Ainsi, les intermédiaires financiers concourent d'une part au financement bancaire et au modelage de la structure financière de l'entreprise, d'autre part en prenant part au sein du capital des sociétés en tant qu'intermédiaires de bilan, sous condition qu'ils supportent le risque final de leur participation. De plus, si l'on adopte la définition d'intermédiation de marché d'Allegret et Courbis [2000], l'investissement des intermédiaires financiers dans les actions des sociétés se retrouve dans leur activité de gestion de portefeuille. Enfin, en tant que producteurs d'informations, les intermédiaires participent à la réduction de l'asymétrie informationnelle entre actionnaires et dirigeants.

Hypothèse 25 – La structure financière des entreprises impacte positivement la performance des sociétés.

Dans la lignée de Jensen [1986], l'endettement est un mécanisme de discipline des dirigeants, les forçant à 'dégorger' de la trésorerie pour répondre au service de la dette. Cette assertion peut toutefois être remise en cause d'une part en raison de l'augmentation des coûts de faillite liés à l'endettement, d'autre part à la ponction sur la rentabilité financière des charges d'intérêts.

Nous considérons ici le caractère disciplinant, et intégrons la structure financière en tant que variable de contrôle puisque ne constituant pas un indicateur de la composition de la structure de propriété *stricto sensu*.

Hypothèse 26 – Les firmes contrôlées par les sociétés financières exhibent une performance supérieure.

Les intermédiaires financiers sont plus à même de remplir le rôle de contrôle des dirigeants en tant que producteurs d'informations, en termes d'expertise, de mobilisation de ressources, et d'implication dans la volonté de siéger au conseil d'administration. D'un autre côté, la pression des dirigeants en raison de la double casquette d'actionnaire et de créancier bancaire ou encore de leur implication commerciale, ainsi que les obstacles réglementaires, les problèmes d'action collective, ou l'absence de coûts de sortie tend à privilégier une stratégie d'implication moindre des intermédiaires financiers, affaiblissant leur pouvoir de contrôle et faisant au contraire jouer la règle du 'vote avec les pieds'. Dans ce cas, l'influence de la participation des intermédiaires financiers au capital relève ici encore du constat empirique ; par conséquent, l'hypothèse testée ici suppose une relation au sens arbitrairement défini.

Hypothèse 27 – La présence d'intermédiaires financiers au capital des firmes impacte positivement leur performance.

Il s'agit simplement du pendant de l'hypothèse précédente avec une approche cette fois-ci catégorielle et non plus typologique.

Hypothèse 28 – La présence d'investisseurs internationaux impacte négativement la performance des sociétés.

L'intuition ici est que l'objectif premier des investisseurs internationaux consiste en la poursuite d'une diversification géographique de leur portefeuille. Si l'on ajoute l'accroissement de l'asymétrie informationnelle à leur rencontre en raison de leur éloignement, on peut leur attribuer une surveillance moindre des dirigeants et une stratégie de sortie en place et lieu d'un contrôle effectif.

Hypothèse 29 – Les firmes contrôlées par l'Etat exhibent une performance moindre.

La poursuite d'intérêts non purement économiques de l'Etat s'effectue au détriment de la création de valeur pour les entreprises.

Hypothèse 30 – La présence de l'Etat au capital des firmes impacte négativement leur performance.

Il s'agit de la variante catégorielle de l'hypothèse précédente.

Hypothèse 31 – Les firmes contrôlées par les salariés exhibent une performance supérieure.

L'importance des coûts de sortie, l'intégration au processus décisionnel de l'entreprise favorisant le contrôle des dirigeants, l'accès à une information privilégiée, ainsi que

l'intéressement direct aux résultats de l'entreprise portent à supposer un impact positif du contrôle des salariés.

A l'inverse, la dépendance des salariés aux dirigeants, la logique d'investissement préférentiel par voie du FCPE, l'absence d'expertise, ou encore de représentation au conseil d'administration suggèrent une instrumentalisation de l'actionnariat salarié par le dirigeant, au préjudice d'un contrôle efficace. Même si les salariés sont majoritaires, on peut craindre une appropriation de la rente de leur part (sous forme de rémunérations salariales excessives par exemple) au détriment des actionnaires externes.

Ici encore, l'indétermination théorique de l'influence de l'actionnariat salarié nous amène à formuler une hypothèse non définitive.

Hypothèse 32 – La présence d'un actionnariat salarié impacte positivement la performance des entreprises.

Avec la même réserve sur le signe attendu de la relation, il s'agit de l'hypothèse de test selon l'approche catégorielle identique à la précédente.

Hypothèse 33 – Les firmes managériales exhibent une performance moindre.

La latitude discrétionnaire octroyée au dirigeant en présence d'un actionnariat atomisé induit un comportement d'appropriation de bénéfices privés et d'enracinement, néfastes à la maximisation de la valeur actionnariale.

L'analyse de l'influence de l'actionnaire de référence peut être approfondie par la présence ou non d'un contre-pouvoir potentiel exercé par les actionnaires importants de second rang, seuls ou en coalition de contrôle.

Hypothèse 34 – La présence d'actionnaires de contrôle de second rang en tant que contre-pouvoir à l'encontre de l'actionnaire référent impacte positivement la performance des sociétés.

Pour faire simple, cette hypothèse renvoie à la surveillance mutuelle des actionnaires de contrôle, faisant obstacle au comportement opportuniste de tout actionnaire important, et ce d'autant plus que les actionnaires possèdent des intérêts divergents. L'envers de la médaille peut consister en une certaine paralysie de l'organe décisionnel, ou simplement en l'augmentation des coûts de dissension.

Hypothèse 35 – Les actionnaires personnes physiques, par extension les firmes familiales, présentent une distorsion du contrôle plus importante.

Le motif évoqué est simplement d'ordre dynastique, les entrepreneurs familiaux désirant conserver le pouvoir de l'entreprise qu'ils ont fondée.

Hypothèse 36 – L’approche catégorielle du lien entre la structure de l’actionnariat et la performance des entreprises possède un pouvoir explicatif plus important que l’analyse typologique.

La classification typologique des entreprises nous semble trop réductrice dans la mesure où elle considère le comportement d’un seul acteur de la structure de propriété, l’actionnaire majoritaire au sens relatif du terme. Or, l’exercice du pouvoir au sein des sociétés ne peut s’affranchir de la multiplicité d’acteurs du processus décisionnel, tant sur le plan des rapports de force que de leur identité.

Cette dernière remarque opère justement la transition avec la réalité du contrôle par le *media* que constitue le conseil d’administration. Dans la mesure où ce dernier représente par essence l’organe de gestion et de discipline des dirigeants, nous dédions la section 3 à l’étude de ses rôles et fonctions, ainsi qu’aux caractéristiques conduisant à une gouvernance efficiente des sociétés.

SECTION 3 – LE CONSEIL D’ADMINISTRATION : ORGANE DE GESTION ET DE DISCIPLINE DES DIRIGEANTS

Pour reprendre la définition de Mintzberg [1983], le conseil d’administration représente le lieu de rencontre par excellence des coalitions internes et externes à la firme. Sa structure, son fonctionnement et par suite son efficacité en sont influencés par les réseaux de pouvoir en présence. La position prise par le conseil d’administration est déterminée parmi d’autres facteurs, par l’organisation des groupes d’intérêts extérieurs à la firme, l’indépendance de ses administrateurs, les compétences et connaissances des administrateurs en l’activité de la firme, et la condition économique générale de la firme, (Zald [1969])²⁴². Ces deux auteurs synthétisent implicitement les déterminants de la composition du conseil d’administration et ouvrent la voie aux recherches ultérieures sur les critères d’efficacité de cet organe décisionnel et de contrôle. Nous présentons dans un premier temps le rôle ainsi que les fonctions qui lui sont associées sur le plan réglementaire mais surtout au sein des paradigmes de la firme, poursuivant dans un second temps, par une recension des principaux facteurs de son efficacité.

²⁴² L’auteur distingue trois groupes de ressources affectant le pouvoir des conseils d’administration : les ressources ‘détachables’, *i.e.* transférables – la propriété des titres de la firme, l’accès et le contrôle au financement externe, la légitimité sociale, et le contrôle de l’information et des connaissances – les caractéristiques personnelles des membres du conseil d’administration – le statut socio-économique, le sexe – et les situations stratégiques contingentes – la création de la société, les crises internes à l’organisation, et les transformations externes (fusions par exemple).

1. RÔLES ET FONCTIONS DES CONSEILS D'ADMINISTRATION

De manière concise, le conseil d'administration remplit trois rôles principaux (Goodstein, Gautam et Boeker [1994]) : il opère le lien entre l'organisation et son environnement et gère les ressources critiques (1), assure un rôle de contrôle et disciplinaire à l'encontre des dirigeants (2) et conduit le processus des décisions stratégiques pour la firme (3). Sur le plan réglementaire, le conseil d'administration d'une firme possède la responsabilité formelle et légale du contrôle et du maintien des opérations ainsi que celle de l'efficacité opérationnelle. Les dirigeants ne sont pas personnellement responsables des pertes de leur société mais de l'obligation d'agir de manière prudente dans l'intérêt des actionnaires, *i.e.* d'effectuer une direction effective de la société, de contrôler l'activité organisationnelle ainsi que de promouvoir et de représenter la société vis-à-vis des tiers. Zald [1969] oppose alors à l'hypothèse traditionnelle définissant les conseils d'administration comme moyen de contrôle de l'organisation au nom des actionnaires, le fait que les conseils d'administration soient également des organes contrôlant l'organisation en leur nom propre puisque disposant de pouvoirs de décision : du président de la société, de l'organisation et du contrôle financier et opérationnel. Clendenin [1972] rejoint cette définition en identifiant comme fonctions principales du conseil d'administration : la détermination d'objectifs et de la stratégie globale de la firme, la prise de décisions financières et opérationnelles, l'évaluation de la performance ainsi que la définition de sa relation avec le dirigeant. Suivant Chaganti, Mahajan et Sharma [1985], nous pouvons classer les fonctions inhérentes aux conseils d'administration en deux catégories :

- Une fonction de contrôle : l'attribution de pouvoirs formels dans le but de contrôler l'organisation et de déterminer sa performance ; peu importe que le conseil d'administration ait le temps ainsi que les connaissances techniques nécessaires pour remplir ce rôle à partir du moment où il dispose du pouvoir de contraindre et d'encadrer les décisions stratégiques pour l'entreprise en imposant les marges de manœuvre des dirigeants. Molz (1985) définit le contrôle non pas tant comme un pouvoir coercitif s'appuyant sur des standards prédéterminés, mais plutôt comme une force créatrice d'un environnement conduisant à des changements positifs au sein de la firme. Deux modalités de contrôle se distinguent de par leur *timing* temporel :

- Le contrôle prospectif : tout mécanisme de contrôle, orienté à prendre des actions correctives en anticipation de problèmes futurs ;
 - Le contrôle rétrospectif : tout outil de contrôle postérieur à l'action entreprise dans le but d'en comparer les résultats avec un standard prédéfini.
- Une fonction de services : liée à l'amélioration de l'image de l'entreprise et à la mise en place de moyens apportant une plus grande visibilité de son environnement ou encore de nouvelles sources de financement, ainsi que toute autre forme d'aide et de conseil auprès de l'équipe dirigeante.

En revanche, sur le plan théorique, l'existence des conseils d'administration semble être définie par une multitude de rôles aux diverses facettes, fonction des paradigmes auxquels on se réfère.

Pour Mace [1971], les conseils d'administration sont créés dans le but de maximiser le contrôle managérial. Selon l'analyse de Fama et Jensen [1983b], les conseils d'administration permettent de minimiser les coûts d'agence entre dirigeants et actionnaires. En effet, le conseil d'administration est d'importance vitale dans la sauvegarde des intérêts des actionnaires grâce à son activité de surveillance et de contrôle – ce dernier rôle permettant de diminuer les coûts d'agence, le conseil d'administration ayant autorité légale pour la ratification et la surveillance des initiatives managériales ainsi que pour évaluer, récompenser ou pénaliser la performance des dirigeants. Pour Aram et Cowen [1983] les membres du conseil d'administration sont les seuls individus dont les intérêts englobent des perspectives à la fois internes et externes : d'une part en tant que représentants de l'intérêt des actionnaires ils doivent assurer l'intégrité de l'information financière externe, d'autre part en tant qu'instance de management du plus haut degré, ils ont un intérêt vital à l'efficacité du système informationnel interne. Il en découle que la maximisation et la protection de la valeur économique de la firme sont, pour les auteurs, les motifs premiers de la création des conseils²⁴³. Pour Williamson [1985], le conseil d'administration constitue un mécanisme organisationnel permettant de garantir la sécurité des transactions entre l'ensemble des partenaires au sein de la firme. Molz [1985] reprend la vision traditionnelle des conseils d'administration comme sièges de pouvoir de décision économique affectant le bien-être de l'ensemble des *stakeholders* au sens large, mandataires des actionnaires de la firme. Le conseil d'administration « *intervient [alors] comme un organe hiérarchique qui, outre son*

²⁴³ Leur analyse porte sur l'interview de 13 personnes en tant que présidents ou membres expérimentés de conseils d'administration.

rôle d'arbitre dans le partage de la rente, doit encourager le travail en équipe. [...] il intervient pour protéger l'ensemble des relations créatrices de valeur, préserver et accroître le caractère productif du nœud de contrats, [et] contribue au processus d'innovation. », (Charreaux [2000], pages 10 et 12). Enfin, le conseil d'administration incarne simplement et représente publiquement la réputation de la société, (Drieghe [1983]).

En dehors de ses différents rôles, il est possible de dresser une typologie des conseils d'administration en fonction des organes de pouvoir dominant sa gérance, en accentuant sur les principaux critères d'efficience développés dans la littérature organisationnelle.

2. UNE TYPOLOGIE DES FORMES ORGANISATIONNELLES EFFICIENTES DES CONSEILS D'ADMINISTRATION

Dans le cadre de notre étude des structures de contrôle, nous pouvons établir une typologie des conseils d'administration renvoyant à leur composition et à l'identité ainsi que la nature de son contrôle.

STRUCTURE DUALE VERSUS STRUCTURE INDÉPENDANTE

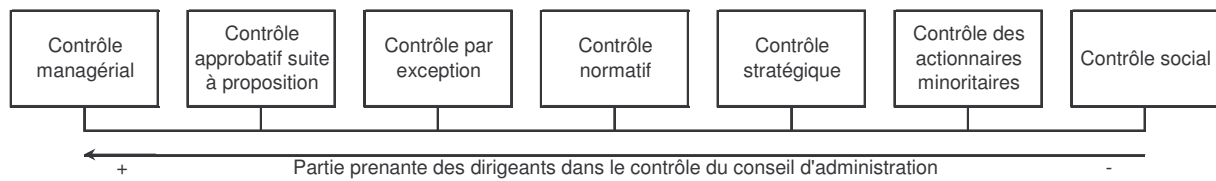
Godard [1998] étudie les déterminants du choix entre un conseil d'administration (de structure duale, le dirigeant étant président du conseil d'administration) et un directoire avec conseil de surveillance (structure indépendante avec séparation des fonctions de direction et de contrôle). L'auteur cite pour inconvénients principaux de la structure duale l'absence d'indépendance du conseil d'administration en raison de la présence prépondérante du dirigeant et de l'adoption d'un comportement de cooptation d'administrateurs susceptibles de partager le même schéma cognitif (donc favorables à l'instauration d'un pouvoir informel du dirigeant), encourageant l'enracinement des dirigeants. En revanche, il souligne les bénéfices d'un *leadership* clairement établi dans la mise en œuvre de la stratégie, tandis que le conseil de surveillance dilue le pouvoir de l'équipe dirigeante, est source de conflits d'intérêts entre les organes de contrôle et de direction, implique des coûts d'agence supplémentaires (coûts de contrôle et coûts de transfert de l'information détenue par l'équipe dirigeante), et enfin empêche l'exercice de la surveillance mutuelle entre les membres administrateurs.

L'auteur ne parvient pas à mettre en évidence un lien significatif entre la performance et le type de conseil, mais souligne l'adoption privilégiée du conseil de surveillance par les entreprises familiales, permettant aux membres familiaux ne disposant pas de ressources managériales de déléguer la gestion de la société à un dirigeant extérieur tout en conservant une activité de contrôle. En revanche, Montandrou [2004] met en évidence la perception positive de la structure duale par le marché, lors d'alertes sur le gouvernement d'entreprise de l'AFG-ASFII, atténuant l'amplitude de la réaction négative des prix de marché.

UNE TAXINOMIE DES CONSEILS D'ADMINISTRATION FONCTION DES TYPES DE CONTRÔLE

Vance [1983] détermine quatre types de conseils d'administration en fonction du mode d'organisation de ces derniers en termes de consultation, délibération et de mécanisme de prise de décision. Il distingue ainsi les conseils d'administration constitutionnels – aux mandats légaux sans réelle utilisation de leurs prérogatives, consultatifs – faisant office de conseil aux dirigeants, collégiaux – organes de contre-pouvoir prenant décision selon la règle de la majorité et communaux – de représentation publique, utilisés comme moyen de légitimation des décisions d'un groupe de pouvoir particulier. Bazerman et Schoorman [1983] classent les conseils d'administration de par le type de rationalité prépondérante dans le processus de prise de décision. Cinq rationalités et autant de types de conseils d'administration émergent de leur taxinomie : les conseils managériaux – sous la tutelle explicite des dirigeants ou implicite de par le contrôle de l'information, les conseils à contrôle financier – sous la tutelle des intérêts d'institutions bancaires ou financières extérieures à la firme, les conseils dirigés *par une classe hégémonique* – dominés par une classe sociale distincte de par un réseau relationnel, le *modèle de réciprocité* – conseils fédérant un ensemble d'intérêts mutuellement profitables et enfin le *modèle à rationalité limitée étendue, ou sur plusieurs niveaux* – le but étant la maximisation économique de la fonction d'utilité globale du conseil d'administration, agrégation de l'ensemble des fonctions d'utilité individuelles de ses membres ou groupes de pouvoir. Molz [1985] établit une typologie des conseils d'administration en fonction des interactions inhérentes de ses membres et des détenteurs des pouvoirs de contrôle – prospectif et rétrospectif. Le spectre des types de conseils d'administration inclut aux extrêmes le contrôle managérial et le contrôle social, ces deux types se déclinant en cinq versions intermédiaires (figure 2.5).

Figure 2. 5 – Déclinaisons des conseils d’administration en fonction du type de contrôle exercé dans l’organisation – Molz [1985], page 89



Li [1994] établit un lien entre la composition des conseils d’administration et la structure de gouvernance de l’entreprise dans le cadre de la théorie de l’agence. Il montre que les dimensions majeures de la structure de propriété – à savoir le degré de concentration de propriété, le contrôle bancaire et la part de capital détenue par l’Etat – affectent la proportion d’administrateurs externes au sein du conseil d’administration. En effet, lorsque l’actionnariat est concentré, les actionnaires peuvent influencer et surveiller de manière effective les dirigeants – Schleifer et Vishny [1986] montrent que les actionnaires importants possèdent une incitation forte à surveiller les dirigeants de leur entreprise de par leurs enjeux économiques significatifs. De même, Li [1994] constate une relation inverse entre le nombre d’administrateurs externes et le degré de contrôle bancaire dans la mesure où les institutions bancaires possèdent un avantage comparatif dans l’accès à l’information privée de la firme de par leurs relations de partenaire privilégié (Fama [1985] et James [1987]), leur comportement de surveillance de la politique d’investissement de la firme conduisant à réduire les coûts d’agence liés aux dépenses somptuaires des dirigeants. Enfin, Li [1994] constate un lien positif entre la proportion d’administrateurs externes et le degré d’implication étatique dans la mesure où les firmes publiques adoptent un comportement de maximisation d’intérêts politiques²⁴⁴.

LA CONTROVERSE SUR LA NÉCESSITÉ DE L’INDÉPENDANCE EFFECTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION

Le rapport Bouton [2002] définit comme indépendant « *un administrateur [...] [qui] n’entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction qui puisse compromettre l’exercice de sa liberté de jugement.* », page 9. Si l’on

²⁴⁴ L’échantillon d’étude porte sur 390 firmes de 10 nationalités différentes sur l’année 1987, Li [1994], pages 361-366.

adopte la dichotomie entre administrateurs internes et externes, les premiers se caractérisent par une indépendance de jugement moindre dans la mesure où ils endossent un double statut d'administrateur et de salarié ou en relation d'affaires avec l'entreprise. C'est pourquoi les investisseurs institutionnels, tels CalPERS (California Public Employees Retirement System) appellent à la nomination d'administrateurs externes²⁴⁵. De même, les rapports Vienot 1 [1995], Vienot 2 [1999] et Bouton [2002] sur la pratique d'une bonne gouvernance d'entreprise encouragent la nomination d'administrateurs indépendants.

Fama et Jensen [1983b] ou encore Miwa et Ramseyer [2002] expriment clairement la problématique autour de la présence d'administrateurs externes au conseil d'administrateurs : « *What outsiders potentially contribute in independance from managers, they sacrifice in camaraderie and knowledge about the firm. Although in some firms the former may outweigh the latter, in others it will not.* », page 4. Les auteurs montrent pour le Japon que la composition des conseils d'administration importe dans la mesure où elle n'est pas aléatoire, mais que son influence sur la performance des firmes est nulle : la composition du conseil d'administration est endogène aux caractéristiques spécifiques de la firme. Leurs travaux conduisent à se poser la double question de l'importance de la composition du conseil d'administration sur la valeur de la firme et sur ses caractéristiques optimales.

Les partisans de la nomination d'administrateurs externes font jouer des effets de réputation garantissant leur impartialité de jugement, seule garantie de la valorisation de leurs compétences sur le marché des administrateurs, ou de détachement dans la gestion des conflits. De même, la menace de répudiation par les actionnaires de contrôle suffirait à garantir leur obligation de moyens (Fama et Jensen [1983b]). Toutefois, les administrateurs externes sont des personnes disposant de peu de temps à consacrer à la collecte d'informations sur la firme, se satisfaisant de celle apportée par le dirigeant. De plus, ils peuvent vouloir rester dans les bonnes grâces des dirigeants afin d'être réélus et de continuer à percevoir leur rémunération (Hart [1995]). La principale qualité des administrateurs externes est illusoire pour Mace [1971], qui considère que la procédure de recrutement des administrateurs étant à l'initiative de l'équipe dirigeante, le jugement des administrateurs externes est biaisé *de facto* (leur indépendance peut s'interpréter comme un faible investissement dans leur rôle de contrôleur (Jensen [1993])).

D'un autre point de vue, la prédominance d'administrateurs internes au sein des conseils d'administration impliquerait une plus grande efficacité de l'organisation. Pour Estes [1980],

²⁴⁵ CalPERS, Corporate Governance Core Principles and Guidelines : The United States [1998], (www.calpers_governance.org).

les compétences, l'expérience et l'objectivité des auditeurs externes ne sont pas suffisantes dans l'appréhension des complexités de la compagnie, ni pour le contrôle effectif de ses opérations. Il en résulte une responsabilité et une efficacité moindres. Les administrateurs internes sont ainsi d'une plus grande compétence pour les décisions de changements stratégiques (Klein [1998]). Selon l'argument de la diversité des intérêts représentés au conseil d'administration, potentiellement conflictuels, la présence de tiers externes à la firme constituerait une réduction de la flexibilité économique de la société pour Sethi, Cunningham et Swanson [1979] dans la mesure où le conseil d'administration se retrouverait paralysé ou moins efficace puisque utilisant une partie de son temps à atténuer les tensions plutôt qu'à la bonne conduite de l'entreprise, donc contre-productif sur le long terme.

En revanche, adoptant une vision socio-stratégique du conseil d'administration, Pfeffer [1972] montre que les caractéristiques de taille et de composition des conseils d'administration répondent à des besoins de cooptation de la firme pour son environnement économique au sens large : le conseil d'administration est utilisé comme instrument de rapprochement avec des partenaires externes en nommant des représentants de ces sociétés en son sein²⁴⁶.

En effet, deux stratégies distinctes mutuellement non exclusives peuvent être poursuivies par les firmes pour survivre : améliorer (1) le processus de 'transformation économique' interne ou (2) les relations commerciales de la firme par le biais d'actions politiques. Ces deux stratégies permettent alors de bénéficier d'une plus grande efficacité interne de la firme. Une autre solution consiste également à garantir des débouchés pour la production de la société sans lien direct avec son efficacité organisationnelle. Cette stratégie est permise par l'entremise des relations croisées au sein du conseil d'administration. La taille et la composition du conseil d'administration – corollairement la proportion d'administrateurs initiés relativement au nombre d'administrateurs externes – ne sont plus déterminées par des facteurs aléatoires et indépendants mais plutôt par un comportement rationnel de réponse des firmes face à leur environnement externe ; la répartition des deux types d'administrateurs précités mettant en exergue l'orientation interne ou externe de la firme. Ainsi, Pfeffer [1972] montre que le fait pour les firmes de s'écarter d'une répartition optimale dans la composition du conseil d'administrations entre individus initiés et externes induit une moindre performance financière relativement à la moyenne du marché, cette relation étant d'autant

²⁴⁶ L'utilisation de la cooptation est probable lorsque (1) la méthode de fusion ou d'absorption d'une entité par une autre est prohibée, (2) lorsqu'elle est impossible de par un manque de ressources financières ou (3) quand une intrusion partielle est suffisante pour résoudre les problèmes organisationnels avec l'environnement externe.

plus forte que la déviation par rapport à la composition optimale est grande²⁴⁷. Pour Burt [1983], l'intégration des représentants des ressources stratégiques au sein du conseil est pleinement justifiée, le critère de diversité plutôt que d'indépendance pouvant être prioritaire. Raheja [2005] effectue une synthèse en modélisant l'interaction entre les administrateurs internes et externes²⁴⁸ et son influence sur la capacité de contrôle du conseil d'administration. La composition du conseil détermine le flux d'informations disponible permettant d'évaluer la pertinence des opportunités d'investissement que l'équipe dirigeante propose de soulever. L'auteur montre que la concurrence entre les administrateurs internes dans la succession future à la tête de la société les incite à dévoiler leur information privée au conseil, permettant ainsi aux administrateurs externes d'inférer le potentiel de création de valeur des projets d'investissement. Par conséquent, un accroissement du nombre d'administrateurs internes augmente leur degré de concurrence mais diminue la probabilité que les administrateurs extérieurs atteignent la majorité requise pour implémenter les projets les plus rentables pour les actionnaires. Inversement, l'augmentation du nombre d'administrateurs extérieurs accroît le potentiel de mise en place des projets dans l'intérêt des actionnaires mais également le coût d'acquisition de l'information pertinente. L'auteur en conclut à un équilibre optimal tel que la composition du conseil d'administration maximise la valeur de la firme.

TAILLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET VISION PLURALISTE DE LA GESTION DES CONFLITS

Pour Dooley [1969] et Stone [1975], les conseils d'administration sont principalement le lieu de représentation des intérêts de l'ensemble des parties prenantes à la firme, par conséquent les conseils pluralistes sont plus à même de tenir ce rôle que les conseils à dominance managériale²⁴⁹. En revanche, cet argument ne prend pas en compte la dimension de performance financière de la firme. De même, Haleblian et Finkelstein [1993] perçoivent l'avantage des conseils d'administration de grande taille dans la réunion de capacités de réflexion plus importante. Les théories cognitives suggèrent comme critère de survie des firmes celles qui ont la capacité de mobilisation de ressources stratégiques, ce que l'on peut

²⁴⁷ Les données portent sur un échantillon aléatoire de 72 firmes du Dun and Bradstreet Reference Book of Corporate Management sur la période 1969.

²⁴⁸ Les administrateurs internes sont également salariés de la firme, ont une information plus précise sur la valeur des projets mais ont un avis biaisé par l'existence de bénéfices privés et un manque d'indépendance vis-à-vis de l'équipe dirigeante. Inversement, les administrateurs externes n'ont aucun lien avec l'équipe dirigeante mais l'acquisition d'information leur est coûteuse.

²⁴⁹ In Molz [1988].

aisément transposer aux conseils d'administration de grande taille, intégrant les représentants de ces ressources notamment vitales pour la firme.

Brown et Mahoney [1992] adoptent une position contraire et prônent des conseils d'administration de petite taille, les grands conseils étant potentiellement plus sujets à conflits et à un manque de cohésion interne, de coordination et de motivation (comportement de passager clandestin d'un administrateur délaissant le rôle de contrôle aux autres membres du conseil). De plus, le pouvoir individuel de chaque administrateur diminue avec la taille du conseil (Jensen [1993]). Les conseils de grande taille élargiraient le champ de compétences au détriment de leur réactivité (Ginglinger [2002]) et souffriraient d'inefficiences en raison des problèmes de coordination et de l'augmentation du nombre de conflits potentiels (Jensen [1993]), ce que confirment Postma, van Ees et Sterken [2001] pour le marché néerlandais.

3. LES OBSTACLES AU CONTRÔLE EFFICACE DES DIRIGEANTS PAR LES ADMINISTRATEURS

LA THÉORIE DE L'ENRACINEMENT : LE DIRIGEANT AU CENTRE DES DÉBATS THÉORIQUES

La théorie de l'enracinement pose effectivement le dirigeant au centre des débats théoriques en intégrant une approche comportementale des stratégies d'enracinement du dirigeant afin de limiter les risques qu'il encourt et de maximiser son utilité personnelle. La théorie de l'enracinement se veut complémentaire aux théories contractuelles en mettant en lumière les failles des mécanismes de contrôle. Pour exemple, Morck, Shleifer et Vishny [1990] retournent l'argument de discipline des prises de contrôle en l'analysant comme un moyen pour un dirigeant en quête de croissance externe d'accroître son espace managérial et de neutraliser les systèmes de contrôle. Alexandre et Paquerot [2000] soulignent l'amointrissement du pouvoir de contrôle des mécanismes de gouvernance interne directs que représentent le conseil d'administration et la structure de propriété (tableau 2.19).

Tableau 2. 19 – Mécanismes directs de contrôle selon la théorie de l'enracinement – Alexandre et Paquerot [2000]

	Qualité des contrôleurs		
	<i>Indépendance (ou Pouvoir)</i>	<i>Compétence</i>	<i>Incitation</i>
Actionnaires majoritaires	Faible en cas d'enracinement des dirigeants	Forte : ils peuvent recruter des experts	Forte : le coût marginal du contrôle est faible
Actionnaires dirigeants	Totale	Forte	Aucune : l'alignement des intérêts n'est jamais parfait
Actionnaires financiers et institutionnels	Faible : ils souhaitent limiter leurs risques	Forte : ce sont des experts	Forte : le coût du contrôle est faible
Administrateurs externes	Faible : arbitrage avec le carnet d'adresses	Forte s'ils sont recrutés pour cette qualité	Faible : peu d'intérêt à être efficaces car aucun recours juridique possible
Administrateurs actionnaires	Faible : enracinement des dirigeants	Variable	Faible : coût élevé pour un gain faible
Administrateurs financiers et institutionnels	Faible : arbitrage avec le carnet d'adresses	Forte : ce sont des experts	Forte : le coût du contrôle est faible

Nous pouvons noter dans leur approche que la compétence des contrôleurs est mise à mal par la faculté d'enracinement des dirigeants. Pour reprendre les termes de Charreaux [2004], page 8 « *la reconnaissance du caractère adaptatif des comportements [des agents] permet de prendre en compte les comportements actifs de neutralisation de certains mécanismes [de gouvernance], au centre, par exemple, des stratégies d'enracinement des dirigeants, ainsi d'ailleurs que le rôle positif que peuvent jouer ces derniers dans la construction de l'ensemble des opportunités, même si le processus proprement cognitif de création des opportunités reste ignoré.* ». La relation principal-agent est dans ce cas inversée, car si les actionnaires confient leur capital financier aux dirigeants, on peut considérer que les dirigeants confient leur capital humain spécifique aux actionnaires. Dans ce cadre, la relation d'agence n'est plus unidirectionnelle, et la minimisation des coûts d'agence relève d'une vision plus globale de gestion de l'ensemble des relations contractuelles pouvant être imbriquées et interdépendantes (Charreaux [2004]).

Nous présentons un panel de stratégies d'enracinement poursuivies par les dirigeants pour en déduire les obstacles au contrôle du conseil d'administration ainsi que les conclusions de la théorie de l'enracinement sur la valeur de la firme.

A. LES STRATÉGIES D'ENRACINEMENT : L'ÉTABLISSEMENT D'UN CONTRE-POUVOIR INFORMEL DU DIRIGEANT SUR LES MÉCANISMES DE CONTRÔLE INTERNES

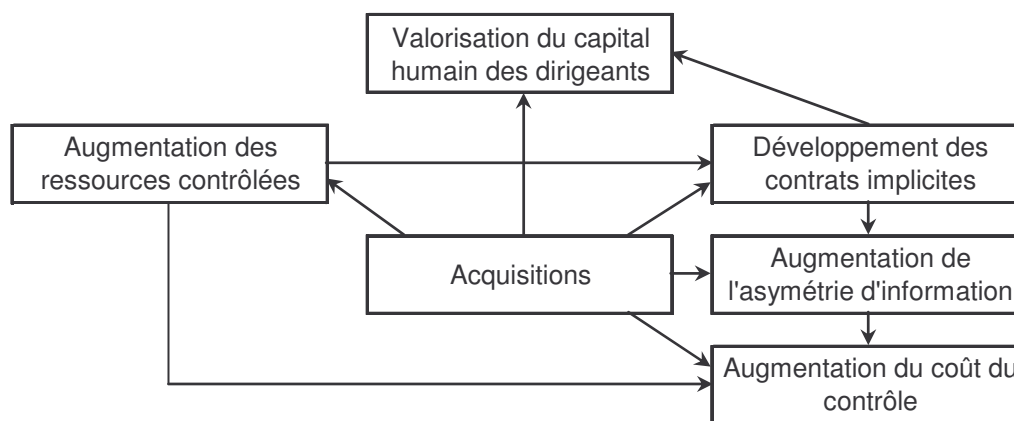
Diverses stratégies d'enracinement sont mises en œuvre par les dirigeants afin de contrer les mécanismes disciplinaires mis en place par les actionnaires, dont les principales concernent l'adoption de stratégies de croissance externe et la recherche d'investissements spécifiques ou difficilement évaluables ou encore la rétention ou l'habillage de l'information à destination des actionnaires. De plus, la stratégie d'enracinement des dirigeants semble contingente aux phases du cycle de leur carrière. Enfin, les modes de financement peuvent servir leurs intérêts ainsi que le comportement des investisseurs sur le marché des titres.

L'encadré suivant présente les travaux de Paquerot [1996] sur l'adoption de stratégies de croissance externe à motif d'enracinement.

Encadré 2. 23 – Croissance externe et enracinement des dirigeants

Cet encadré repose sur Paquerot [1996].

Figure 2. 6 – Les effets de la croissance externe sur l'enracinement des dirigeants



Les acquisitions externes, sous condition qu'elles apportent une diversification de l'activité permettent ainsi l'élargissement des ressources sous la direction du gestionnaire et surtout une plus grande opacité de l'activité du dirigeant. Elles favorisent alors le développement de contrats implicites avec les actionnaires (notamment que la valeur des actifs soit spécifique à l'individualité du dirigeant) leur garantissant une certaine sécurité de leur investissement, et diminuent l'acuité du contrôle (interne mais également externe) par l'augmentation de l'asymétrie informationnelle liée à la taille imposante de l'organisation. Il en ressort une valorisation plus importante du capital humain du dirigeant et un renforcement de sa position à la tête de l'entreprise.

Pour Shleifer et Vishny [1989], le dirigeant privilégie des investissements spécifiques (dont la valeur est indissociable de sa personne) comme moyen d'enracinement afin d'augmenter le coût de son remplacement pour les actionnaires. Charreaux [1996] évoque également la menace de démission que peuvent émettre les dirigeants à l'encontre des actionnaires, réduisant de fait la pression du contrôle, et ce d'autant plus qu'ils sont enracinés et que la valeur de la firme dépend de leur personnalité. Les dirigeants peuvent également adopter une stratégie d'accroissement de leur réputation personnelle au moyen de politiques d'habillage des comptes²⁵⁰ ou de hiérarchisation des informations : l'annonce anticipée de nouvelles favorables et le retardement de nouvelles nuisibles. Or, l'information est la source primordiale du pouvoir dans l'organisation (Pfeffer [1982]). De par leur position prépondérante dans le processus informationnel, les dirigeants se retrouvent au centre du nœud de contrats : ils ont un accès privilégié à l'information, peuvent la contrôler et en restreindre la diffusion (Morck, Shleifer et Vishny [1990], Alexandre et Paquerot [2000]) afin d'alimenter l'asymétrie informationnelle d'avec les actionnaires et augmenter la difficulté du contrôle de leurs performances. Pour Trowski [2004] la croissance externe est un moyen de différer la résolution de l'incertitude et du risque, en justifiant par exemple de délais d'adaptation pour concrétiser les synergies, permettant de retarder voire d'éliminer l'écueil d'un échec potentiel. Le dirigeant peut également favoriser des investissements difficilement évaluables pour échapper au contrôle des actionnaires (Stiglitz et Edlin [1995]). Shleifer et Vishny [1989] analysent l'enjeu de la complémentarité entre le capital managérial et les actifs de la firme comme limitant le risque de licenciement et éliminant les équipes rivales. Les coûts de contrôle deviennent alors prohibitifs et les contrôleurs doivent accepter un certain opportunisme du dirigeant et une contrainte de rentabilité minimale (Castanias et Helfat [1992]).

Poincelot [1997] considère que les modèles informationnels de signalement peuvent être déclinés en fonction des phases de carrière des dirigeants. Ainsi, « *le nouveau [dirigeant] d'une firme performante est d'abord incité à réduire l'asymétrie informationnelle afin de révéler sa compétence (phase de signalisation). Suit la phase de consolidation [...] où il est incité à signaler sa performance auprès des actionnaires en place, avant que ne débute la*

²⁵⁰ L'habillage des comptes ou 'window-dressing' consiste en des opérations comptables effectuées en fin d'exercice afin d'embellir les états financiers. La date de clôture étant purement arbitraire, le dirigeant peut décider de retarder la comptabilisation de certaines charges, d'avancer celle de certains produits afin d'accroître le résultat, ou encore procéder à des ajustements d'endettement sur la période entourant la date de clôture. Ces opérations ne constituent bien entendu que de simples artifices comptables et en aucun cas une modification permanente.

phase [d'enracinement] où il est incité à [...] augmenter l'asymétrie [informationnelle]. », page 85. Autrement dit, lors des deux premières phases, le dirigeant valorise son capital humain auprès des investisseurs pour s'enraciner dans la troisième phase par le contrôle de l'information.

Charreaux [1993] s'appuie sur les travaux de Hill et Snell [1988], [1989] montrant une corrélation positive entre le degré de dispersion du capital et la diversification de l'activité des firmes pour supputer une manipulation managériale. Le dirigeant ne contrôlant pas le capital, a intérêt à pallier le manque de diversification de son capital humain en procédant à une politique d'acquisition financée par échange de titres, bénéficiant non seulement de la diversification de l'activité de la société mais également d'une pression moindre du contrôle de la part d'un actionnariat diffus. Cette assertion trouve appui dans l'étude de Pigé [1994] qui indique un impact positif sur les cours des actions des sociétés annonçant un changement de dirigeant, spécialement lors du décès d'un fondateur²⁵¹.

Shleifer et Vishny [1998] identifient deux biais comportementaux des investisseurs : un esprit conservateur et la règle de représentativité. Ces deux effets entraînent pour le premier un retard dans le changement des croyances des agents suite à une nouvelle information et pour le second le penchant à discerner des tendances à partir d'événements aléatoires, et à en oublier le caractère probabilisable. Nous pourrions ajouter le comportement de tri sélectif de l'information en fonction de la représentation que se font les agents d'une situation donnée²⁵². Les conséquences sur l'évolution des cours des titres de la société sont contradictoires : le conservatisme des investisseurs tend à amortir l'effet d'une nouvelle contraire à la tendance passée tandis qu'une nouvelle confortant la tendance induit un effet de sur-réaction. Ces comportements sont représentatifs des agents bruiteurs au sens de Black [1986], le bruit induit diminuant le pouvoir disciplinant des marchés financiers : d'une part car il déstabilise l'activité des arbitragistes, ne sachant pas s'ils doivent rééquilibrer leur portefeuille lorsque les prix évoluent fortement dans un sens en raison du risque que la tendance soit accentuée par les bruiteurs (De Long, Shleifer, Summers et Waldmann [1990]), d'autre part en ayant une influence néfaste sur le comportement du dirigeant. Ce dernier peut en effet être incité à l'enracinement en investissant dans des projets à valeur actuelle négative mais spécifique à sa personne, financés par des émissions d'actions nouvelles surévaluées, ou au contraire à

²⁵¹ Pour exemple, de tels extrêmes ne sont pas nécessaires, puisque la simple rumeur en date du 5 août 2004 du départ de Jean-Marc Espalioux s'est traduite par une hausse quotidienne du cours de l'action Accor de 4,6%.

²⁵² Autrement dit, les investisseurs auront tendance à surpondérer les nouvelles qui abondent dans le sens de leur propre schéma cognitif et à sous-pondérer l'information contraire à leurs croyances.

désinvestir dans des activités rentables par mimétisme stratégique des dirigeants avec le marché soucieux de leur réputation sur le marché du travail (Trowski [2004]).

Enfin, l'enracinement peut également être source de création de valeur pour une firme, en sécurisant l'investissement en capital managérial contre les risques liés à sa spécificité (Williamson [1985]).

B. LE RÉSEAU D'ADMINISTRATEURS : LA CLÉ DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ?

Dooley [1969] s'interroge sur les facteurs significatifs de l'existence de mandats d'administrateurs multiples, les membres se retrouvant à siéger au sein de plusieurs conseils de firmes parfois concurrentes²⁵³. L'auteur en dénombre cinq :

- (1) La taille de la firme : les firmes de taille importante ont tendance à avoir le plus de participations croisées au sein de leurs conseils de manière à bénéficier de leur influence économique²⁵⁴ ;
- (2) L'étendue du contrôle managérial : l'importance des participations croisées des conseils est une fonction décroissante du contrôle managérial mesuré par la proportion de cadres administrateurs relativement aux administrateurs externes ;
- (3) Les connections financières de la firme : elles s'instaurent de manière croissante avec l'insolvabilité ainsi que l'importance des actifs des firmes, firmes et institutions financières ayant des intérêts financiers respectifs en termes de financement ou de clientèle durable ;
- (4) Les relations concurrentielles représentent un frein aux participations croisées ;
- (5) L'existence d'intérêts locaux économiques : il s'agit pour Dooley [1969] du facteur principal, les participations croisées des membres des conseils d'administration reflétant les interactions de divers groupes d'intérêts prééminents tels les institutions financières, les communautés locales, les concurrents²⁵⁵. La firme moderne n'est plus

²⁵³ Or, l'existence de participations croisées des membres de différents conseils d'administration de firmes concurrentes tend à supprimer la compétition entre elles. Appliquée à des firmes en relation d'affaires, elle induit une forme de déloyauté et viole la règle fondamentale selon laquelle 'on ne peut servir deux maîtres'. Dans les deux cas, les participations croisées sont sources d'inefficience, (Dooley [1969]).

²⁵⁴ Sethi, Cunningham et Swanson [1979] dénombrent différents types de participations croisées au sein des conseils d'administration : les participations croisées directes – deux entreprises possédant chacune un administrateur partageant un administrateur commun – indirectes – deux entreprises possédant chacune un administrateur siégeant tous deux à un conseil d'administration d'une tierce entreprise – et verticales – concernant des relations de type clients-fournisseurs.

²⁵⁵ Sur un échantillon des 250 premières firmes de Fortune Directory de 1965 – 200 firmes non financières et 50 firmes d'utilité publique – près de la moitié (48.8%) appartiennent à l'un des 15 groupes d'intérêts locaux clairement identifiables.

indépendante, ni un organe auto-suffisant régi par son propre management auto-perpétuel, mais devant composer avec des contraintes d'influence plurielles.

Adoptant une vision socio-stratégique du conseil d'administration, Charreaux [2003], page 3, se pose la question de savoir « *si la position du dirigeant au sein d'un réseau conduit à un relâchement de la discipline, par exemple, en affaiblissant la pression du marché des dirigeants (un reclassement facilité en cas d'éviction), en réduisant la probabilité d'une prise de contrôle (en raison de l'existence de scrupules à attaquer la firme d'un dirigeant faisant partie du même réseau) ou encore, en entraînant une attitude plus conciliante de la part des administrateurs (aboutissant, par exemple, à une plus forte rémunération).* ». L'auteur précise l'antinomie entre l'indépendance d'un administrateur et l'appartenance à un réseau²⁵⁶, les administrateurs cumulant le plus de sièges étant le plus souvent réputés comme ayant une forte expertise, condition nécessaire à leur fonction de surveillance. Cette approche rejoint la dimension de l'appropriation des ressources stratégiques nécessaires à la survie de la firme. L'auteur conclut à l'interdépendance entre le type de stratégie des firmes et l'influence des réseaux ; dans certaines configurations, en raison des fonctions cognitives et de socialisation des réseaux, les effets positifs sur la performance de la firme l'emportent sur l'aspect négatif d'une discipline laxiste.

Pichard-Stamford [2000] étudie la multiplication des mandats d'administrateurs sur la performance de la firme. Cette dernière est supposée diminuer l'implication des administrateurs dans la gestion de la société et encourager les stratégies de collusion avec les dirigeants afin de préserver les avantages acquis. En revanche, la théorie des ressources pose la multiplication des mandats comme moyen de réduction de l'incertitude, de stabilisation de l'environnement en ayant accès à une plus grande source informationnelle, de prévention contre le risque de décisions atypiques et de soutien à la légitimité des dirigeants, les expériences multiples concourant à la justification des décisions controversées. La multiplication des mandats aurait alors un impact positif sous réserve que les coûts liés à la divulgation de l'information stratégique de la firme (l'effet étant à double sens) soient inférieurs aux gains retirés. De plus, on peut souligner que la multiplication accroît le capital humain des administrateurs qui peuvent alors entraver la latitude discrétionnaire du dirigeant de manière plus efficace. L'étude de Pichard-Stamford [2000] sur le marché français confirme

²⁵⁶ La multiplicité des mandats porte le débat sur l'opposition entre le support mutuel des administrateurs dans l'enracinement d'une part et la diversification de leur capital humain accroissant leur indépendance vis-à-vis d'une firme individuelle ainsi que l'expérience professionnelle, d'autre part.

un enracinement 'légitime' du dirigeant non nuisible aux performances comptables et financières de la firme, la multiplication des mandats des administrateurs apportant des ressources informationnelles complémentaires à l'investissement spécifique du capital humain des dirigeants.

Pigé [1998] démontre l'existence d'un seuil optimal d'enracinement du point de vue des actionnaires. L'auteur étudie une composante peu étudiée du conflit d'agence, « *l'accroissement du pouvoir de négociation de l'agent (en l'occurrence le dirigeant) [traduisant] la volonté de l'agent, de s'affranchir, au moins partiellement, du contrôle du principal (les actionnaires), afin de pouvoir s'octroyer des avantages personnels plus importants [...]* », page 132. Pigé [1998] s'intéresse plus particulièrement au processus de constitution de réseaux relationnels formels ou informels par le dirigeant afin d'accroître son capital social et de renforcer son enracinement au sein de la firme, dont l'impact est positif dans un premier temps puisqu'il « *[...] traduit l'apport à l'entreprise de réseaux relationnels vitaux pour assurer son développement ou même tout simplement sa survie.* », page 134. Cependant, le dirigeant s'affranchissant des mécanismes de contrôle interne, son objectif dévie de la maximisation du profit de l'entreprise en direction de la satisfaction de son utilité propre ou de diminution de son niveau d'effort. L'auteur montre sur un échantillon de 269 entreprises cotées sur le marché parisien que l'appartenance à un réseau relationnel externe ne constituait pas un facteur d'enracinement mais qu'à l'inverse, l'absence de réseau externe ou de diplôme constitue des facteurs indirects d'enracinement ; enfin, à partir d'un certain niveau d'enracinement, le dirigeant effectue un arbitrage en faveur de ses intérêts et au détriment de la maximisation de la performance.

Pigé [1998] s'interroge sur la passivité des actionnaires dans la rotation de leurs dirigeants afin d'éviter les conséquences néfastes d'un enracinement trop prononcé et en conclut soit que les processus de contrôle des dirigeants sont déficients, soit que les coûts de révocation sont trop élevés en raison de la perte du réseau relationnel constitué par le dirigeant, soit que l'information sur l'opportunité de changement de direction est imparfaitement divulguée aux administrateurs et actionnaires.

UNE INDÉPENDANCE TOUTE RELATIVE DES ADMINISTRATEURS

L'étude empirique de Mace [1971] met en évidence que les conseils d'administration institutionnalisent de fait des fonctions relativement limitées de conseil et de discipline, leur

action étant effective en périodes de crise uniquement²⁵⁷. Clendenin [1972] renforce l'argument de passivité des conseils d'administration vis-à-vis de leurs fonctions de contrôle exhaustif de la performance, la superficialité étant de mise en périodes de croissance. L'objectif premier des conseils d'administration se limite alors à un mécanisme d'alerte puis de traitement des difficultés, le rôle d'initiation et d'encouragement au succès devenant secondaire voire inexistant²⁵⁸.

Boulton [1978] appuie l'hypothèse de désaffection des conseils d'administration dans la mesure où les administrateurs non impliqués dans le management ou la propriété de la société se limitent à respecter les obligations légales et statutaires minimales quant au contrôle de la performance.

Charreaux et Pitol-Belin [1990] remettent en cause le rôle décisionnel du conseil d'administration, entérinant plutôt les propositions soumises par le dirigeant, ayant de préférence vocation à exercer un rôle de contrôle interne *ex post*, de maintien de la discipline, de conseil et d'approbation des décisions, après exposé du dirigeant, des documents sociaux et du rapport du commissaire aux comptes.

Enfin, Shleifer et Vishny [1988] soulignent deux principaux obstacles au contrôle efficace des dirigeants par les conseils d'administration : la rétention de l'information des dirigeants à leur rencontre et la dépendance des administrateurs à ces derniers pour leur nomination.

Toutefois, dans la mesure où les dirigeants possèdent l'information pertinente nécessaire aux décisions du conseil d'administration, et sous l'hypothèse d'efficience du marché des dirigeants, Fama [1980] considère la nécessité de la présence de l'équipe dirigeante au conseil d'administration, seule compétente à remplir le rôle décisionnel qui lui est dévolu.

Adoptant une analyse politique de la gouvernance, Alexandre et Paquerot [2000] estiment qu'une source d'inefficience importante des administrateurs est contenue dans les luttes intestines pour l'obtention de ressources (actifs, informations ou pouvoir), et du comportement de passager clandestin entre administrateurs.

²⁵⁷ In Boulton [1978].

²⁵⁸ L'entrevue avec les dirigeants de firmes de Fortune's 500 montre que seulement un quart des dirigeants pense que leur conseil d'administration est hautement efficace, un tiers très inefficace, la majorité admettant un rôle limité des administrateurs (Clendenin [1972]).

4. L'INFLUENCE DE LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR LA VALEUR DES SOCIÉTÉS

Les études empiriques sur l'analyse du lien entre la composition ou la nature des conseils d'administration et la valeur des sociétés ne permettent pas de conclure sur la forme organisationnelle la plus efficiente, particulièrement sur le plan financier.

Molz [1988] étudie la performance financière des firmes en fonction de leur appartenance à deux formes extrêmes d'organisation des conseils d'administration : les conseils à dominance managériale – constitués principalement d'administrateurs dirigeants initiés, et les conseils d'administration pluralistes ou encore activistes – composés de membres divers, les dirigeants ne constituant pas le groupe dominant de l'organisation. L'hypothèse selon laquelle les firmes à conseils d'administration à dominance managériale sont plus performantes sur le plan financier n'est pas validée par l'auteur. Au contraire, les firmes à conseils d'administration pluralistes dominent pour deux des trois mesures de performance financière utilisées, la rentabilité des fonds propres, la rentabilité économique et la rentabilité totale des actionnaires, respectivement de +15.07%, +13.71% et -1.93%²⁵⁹. De plus, les résultats confirment qu'il n'y a pas de relation significative entre le degré de contrôle managérial et la performance financière de la firme. Ces résultats contredisent les analyses de Vance [1978] qui conclut que les firmes à conseil d'administration composé intégralement d'administrateurs internes auraient une valeur supérieure de 62,05% à celle des firmes à conseil d'administration qui en seraient dénués.

Chaganti, Mahajan et Sharma [1985] ne trouvent pas de lien significatif entre la proportion d'administrateurs internes au sein du conseil d'administration et la situation de faillite pour banqueroute²⁶⁰, tandis que Bhagat et Black [1999] encensent leur présence dans l'amélioration de la performance des firmes. Charreaux [1991], [1997] rend compte au contraire, pour le marché français, d'un lien positif entre la présence d'administrateurs externes et la performance des firmes managériales ou contrôlées, à l'exception des firmes familiales.

Montandrou [2004] observe un impact négatif significatif sur le cours boursier à la suite de l'annonce d'alertes par l'AFG-ASFII pour non respect des règles fixées par leur code de

²⁵⁹ L'échantillon comprend 45 conseils d'administration – 21 à dominance managériale et 24 pluralistes – de firmes appartenant à la liste industrielle de Fortune du 2 mai 1983.

²⁶⁰ L'échantillon porte sur 21 pairs constitués de firmes du secteur de la vente de détail en faillite pour banqueroute – dont la valeur nette de la firme est négative – et de firmes 'saines' sur la période 1970-1976.

déontologie sur le gouvernement d'entreprise des sociétés composant le SBF120. L'amplitude de l'impact est atténuée pour les structures duales des organes de gestion et par la présence d'administrateurs indépendants au conseil.

Enfin, Severin [2001] fait état d'une relation non linéaire entre la composition du conseil d'administration et la performance de 136 sociétés françaises. Adoptant la méthodologie des cartes de Kohonen, l'auteur montre que les plus forts pourcentages de présence d'administrateurs externes au conseil s'associent indifféremment aux pires comme aux meilleures performances des sociétés de l'échantillon. Severin [2001] en déduit la coexistence d'effets contradictoires sans toutefois apporter de réponse autre que la complexité des influences de la structure du conseil.

5. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS SUR LA COMPOSITION ET LES CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

La compréhension du rôle et du fonctionnement du conseil d'administration permet de vérifier les hypothèses suivantes :

Hypothèse 37 – La taille du conseil d'administration impacte positivement la performance des sociétés.

La taille du conseil d'administration joue un rôle positif dans la création de valeur de par la mobilisation de ressources stratégiques ainsi que de capacités de réflexion accrues. Les détracteurs de conseils d'administration de grande taille soulignent au contraire leurs risques de dissensions internes, de comportement de passager clandestin ou encore de manque de réactivité.

Les chercheurs étant divisés sur la position à tenir, nous portons le débat sur l'autel de la validation empirique, et choisissons de tester une des deux alternatives arbitrairement.

Hypothèse 38 – L'indépendance des administrateurs impacte positivement la performance des sociétés.

Les partisans de l'indépendance des administrateurs arguent en leur faveur d'un contrôle effectif et éclairé, incités à jugement impartial par un effet de réputation sur le marché des administrateurs. D'un autre point de vue, l'indépendance des administrateurs externes est somme toute illusoire en raison de leur accès à l'information par l'intermédiaire du dirigeant et de leur nomination par ce dernier. Enfin, les gains de l'indépendance se traduisent par une perte d'expertise et de connaissance de l'activité de la société.

Pour les mêmes raisons que l'hypothèse sur la taille du conseil, nous choisissons de tester la validité de l'impact positif d'administrateurs indépendants sur le plan empirique.

Hypothèse 39 – Le type de conseil impacte la performance des sociétés.

Nous testons ici l'influence du type de conseil sur la performance des sociétés. Le conseil d'administration possède l'avantage d'un pouvoir clairement établi, et permet la surveillance mutuelle de ses membres, mais pêche par le manque d'indépendance des administrateurs. A l'inverse, le conseil de surveillance est par nature indépendant mais peut être source de conflits d'intérêts et de coûts d'agence supplémentaires. D'après Montandrou [2004], il semble que le caractère d'indépendance du conseil de surveillance soit discriminant en période de crise car garant d'un contrôle impartial des dirigeants.

Hypothèse 40 – La représentativité du conseil impacte positivement la performance des sociétés.

Dans la mesure où un conseil peu représentatif de l'actionnariat peut adopter un comportement opportuniste de prise de décisions avantageuses à leur rencontre mais contraires à l'intérêt des actionnaires, on peut s'attendre à ce qu'un conseil représentatif adhère à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale.

Hypothèse 41 – L'amplitude de la séparation entre la représentativité du conseil en droits de propriété et celle en droits de vote impacte négativement la performance des sociétés.

L'intuition est simple : l'expropriation des actionnaires minoritaires est facilitée par un pouvoir de vote démesuré par rapport à la participation en capital des actionnaires représentés au conseil.

Hypothèse 42 – La taille et le degré d'indépendance du conseil sont déterminés par le type de firmes ainsi que l'identité des actionnaires de contrôle.

On peut supposer que les conseils des sociétés détenues par l'Etat présentent un degré d'indépendance ainsi qu'une taille élevés en raison de la vision pluraliste et sociétale de ses objectifs non purement économiques.

Les intermédiaires financiers prônent également l'indépendance des administrateurs afin de garantir leur investissement lorsqu'ils sont minoritaires mais s'assurent également de l'obtention d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs en raison de leur implication dans la gestion de la société lorsque leur participation atteint un seuil significatif.

Les entreprises contrôlées par les salariés exhibent des conseils de grande taille dans la mesure où ces derniers ne disposent pas forcément des compétences de direction nécessaires en interne.

Enfin, on peut distinguer deux cas pour les firmes familiales, fonction du cycle de vie du groupe familial : lorsque le groupe familial fait partie des fondateurs de la société, le conseil se limite à leur représentation, signifiant une taille modeste et une indépendance quasi-nulle ; lorsque la société familiale s'est transmise dans le temps, les membres du groupe familial ne possèdent pas forcément les compétences de gestion des fondateurs, et doivent faire appel à des administrateurs externes pour pallier leurs lacunes managériales.

CONCLUSION DU CHAPITRE 5 : LES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE INTERNES AU CENTRE DU DÉBAT

Le chapitre 5 focalise l'étude de systèmes de gouvernance spécifiques, à savoir les structures de propriété et de contrôle, ainsi que leur représentation au sein du conseil d'administration, indifféremment du conseil de surveillance pour les structures duales.

Nous n'occultons pas l'ensemble des autres modes de gouvernance comme pouvant avoir une influence certaine sur la performance des sociétés, tels les marchés des biens et services (Demsetz [1983], Hart [1983]), le marché du travail des dirigeants (Fama [1980]), l'environnement légal et réglementaire (La Porta et *al.* [1997]), la présence d'auditeurs externes (Piot [2001]), le mécanisme alternatif de la confiance entre groupes d'acteurs aux schémas cognitifs convergents (Ouchi [1980]), ou encore la politique d'information financière (Ronen et Yaari [2001]), ainsi que les systèmes de rémunération (Hart [1995]).

En revanche, l'objet de notre étude centre le débat non seulement autour de la nature des structures de propriété et de contrôle et de l'identité des actionnaires principaux, mais également de manière croisée avec la liquidité des marchés financiers. Par conséquent, pour dissocier l'effet liquidité pur de celui de la surveillance des marchés financiers comme mécanisme de gouvernance, nous intégrons une variable de contrôle supplémentaire comme approximation de ce dernier.

Hypothèse 43 – La fonction de surveillance des marchés financiers impacte positivement les mesures de performance en valeur de marché des sociétés.

Cette fonction de surveillance doit en effet par définition impacter plus fortement les mesures de performance en valeur de marché, que les mesures comptables ou économiques, sauf à considérer que les investisseurs prêtent attention à l'ensemble de celles-ci. Cette condition restrictive nous impose d'intégrer cette variable de contrôle pour l'ensemble des mesures de performance ; néanmoins, nous attendons une liaison plus significative avec les mesures financières.

Le chapitre 6 procède à la vérification empirique des hypothèses posées.

CHAPITRE 6 – L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ SUR LA PERFORMANCE D'UN ÉCHANTILLON DE SOCIÉTÉS COTÉES SUR EURONEXT PARIS

INTRODUCTION AU CHAPITRE 6

Ce chapitre est dédié à l'étude empirique du lien entre la structure de propriété et la performance d'un échantillon de sociétés cotées sur le marché parisien.

La section 1 est en premier lieu d'ordre méthodologique avec la précision des mesures empiriques de concentration utilisées pour l'étude. En second lieu, nous procédons à une analyse descriptive de l'échantillon à la fois par l'entremise d'une classification typologique des entreprises fonction de l'identité des actionnaires de contrôle mais également par l'exposé des variables de contrôle.

La section 2 expose les résultats principaux de l'impact des mécanismes de gouvernance internes sur la performance des sociétés de l'échantillon. L'analyse porte respectivement sur la concentration du capital et des droits de vote, le degré de séparation entre la propriété et le contrôle et la représentativité du conseil d'administration. L'accent est volontairement mis sur une approche en termes de droits de vote synonyme sinon du contrôle effectif de l'entreprise tout au moins d'un critère plus pertinent dans l'appréciation des rapports de pouvoir au sein de l'entreprise. De même, nous mettons en avant l'importance d'une analyse catégorielle de la structure de propriété, l'identité des actionnaires étant spécifiée comme plus pertinente que le critère de classification unique du premier actionnaire.

La section 3 conclut l'étude empirique en proposant des pistes de réflexion annonciatrices du triptyque entre la structure de l'actionnariat, la liquidité et la valeur de la firme.

SECTION 1. PRÉSENTATION DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ DE L'ÉCHANTILLON

L'échantillon d'étude du lien entre la structure de propriété au sens large et la performance des sociétés correspond à l'échantillon initial des 149 entreprises cotées en continu du marché parisien avec exceptions :

- Les entreprises du secteur financier – code 80 selon la nomenclature FTSE – ont été écartées en raison d'un biais méthodologique : le calcul de leurs performances

respectives ne repose pas sur les mêmes définitions que les entreprises des autres secteurs²⁶¹. Cela concerne 21 entreprises.

- La société Iliad n'ayant pas d'historique de cotation suffisant – introduction le 30 janvier 2004 – a été enlevée de l'échantillon, ainsi que Skis Rossignol en raison de l'impact potentiel des rumeurs d'OPA en fin d'année 2004.
- Enfin, les sociétés Bull et DMC exhibant des capitaux propres négatifs ont également été supprimées, de même qu'Alstom en raison de l'augmentation de capital approuvée par l'assemblée générale d'actionnaires le 24 septembre 2004.

Après retraitements, l'échantillon comprend alors 123 sociétés.

1. MÉTHODOLOGIE DE LA MESURE EMPIRIQUE DE LA CONCENTRATION DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ

LES INDICES DE DISPERSION (CONCENTRATION) DU CAPITAL

La construction de mesures de concentration de l'actionnariat des sociétés pose des problèmes méthodologiques liés à l'exhaustivité des données disponibles sur les participations relatives des actionnaires mais également aux limites des outils de mesure. Jacquemin [1979]²⁶² synthétise les exigences méthodologiques des indices de concentration, qui doivent : (1) permettre une classification univoque, (2) prendre en compte le nombre d'actionnaires, et (3) le poids relatif de leurs participations, (4) être des mesures monotones, et (5) homogènes. L'auteur précise toutefois que ces conditions ne sont pas rédhibitoires, les indices ne les remplissant pas toutes conservant un intérêt certain sous réserve de leurs limites. Suivant Tnani [1997], on dénombre pour mesures de concentration du capital (1) la part détenue par le public (flottant), (2) les indices de concentration absolue, (3) l'indice de Hirschman-Herfindhal, (4) l'indicateur de Hall et Tideman et (5) les coefficients d'entropie. L'encadré suivant reprend cette nomenclature.

²⁶¹ Les biais principaux résident notamment dans la définition des fonds propres avec l'inclusion ou non des titres subordonnés, ainsi que des dettes financières avec le manque d'information concernant les dettes relevant de l'activité d'exploitation de services financiers ou non. De plus, la notion de résultat d'exploitation ne recouvre pas les mêmes notions que celle des produits financiers pour ce type d'activité.

²⁶² In Tnani [1997].

Encadré 2. 24 – Les mesures de la concentration du capital – Adaptation de Jacquemin [1979] et Tnani [1997]

Cet encadré repose sur les travaux de Jacquemin [1979] et Tnani [1997].

▪ **UNE MESURE GLOBALE DE LA DISPERSION EXTERNE DE L'ACTIONNARIAT : LE CAPITAL FLOTTANT**

Pour Euronext, « *le flottant est la fraction du capital disponible au public, [calculée comme] la totalité du capital émis par les sociétés diminué (1) de l'auto-contrôle, (2) des actions détenues directement ou indirectement par des fondateurs, (3) par l'Etat, (4) des blocs contrôlant, ainsi que (5) des actions liées par un pacte d'actionnaires n'entrant pas dans les catégories précitées, et (6) des participations analysées comme stables.* » (www.euronext.com). L'autocontrôle²⁶³ correspond aux actions auto-détenues en propre par la société au sens de l'article 233-3 du Code de Commerce, les actions détenues par les fondateurs comprennent à la fois lesdits fondateurs mais également les groupes familiaux rattachés exerçant une influence notoire sur la gestion ou le contrôle de la société, la participation de l'Etat est analysée en termes directs mais également indirects *via* les collectivités publiques, les actions liées par un pacte d'actionnaires au sens de l'article 233-10 et 11 du Code de Commerce sont des actions dont la cession n'est pas libre mais réglementée entre les parties prenantes, les blocs contrôlant définissent les actions détenues par des actionnaires de contrôle au sens de l'article 233-3 du Code de Commerce et enfin, les participations stables se définissent comme les participations supérieures à 5% et n'ayant pas subi d'évolution significative à la baisse (inférieure à 1%), hors dilution, sur les trois dernières années. Autrement dit, le flottant représente par définition le nombre de titres maximal pouvant être porté à l'échange dans des conditions normales d'activité du marché, les retranchements effectués dans son calcul représentant des participations n'ayant pas pour vocation d'être échangées mais conservées durablement dans un objectif de contrôle.

Le flottant, s'il permet d'apprécier le degré de liquidité des titres de la société en terme de potentiel d'échange, représente toutefois une mesure imparfaite de la concentration de l'actionnariat puisqu'il occulte les participations des actionnaires de contrôle, et ne répond pas aux trois premiers critères de Jacquemin [1979]. Il se doit donc d'être associé à d'autres mesures de la concentration du capital.

▪ **UNE MESURE DESCRIPTIVE DE LA PARTICIPATION DES ACTIONNAIRES DE CONTRÔLE : LES INDICES DE CONCENTRATION ABSOLUE**

Les indices de concentration d'ordre absolu sont le pendant du flottant puisqu'ils représentent la somme des participations des k premiers parmi les n actionnaires d'une firme :

$$IC_k = \sum_{i=1}^k p_i \quad k \in (1, n) \quad \text{avec } p_i, \text{ la participation du } i^{\text{ème}} \text{ actionnaire.}$$

La critique principale portée à cet indice est qu'il est uniquement descriptif et arbitraire dans la détermination du nombre k d'actionnaires pris en compte dans son calcul. Il ne permet donc pas de différencier les degrés de concentration des firmes entre elles, les poids relatifs

²⁶³ A ne pas confondre avec l'auto-détention qui correspond aux actions détenues par les filiales contrôlées de la société.

des actionnaires de contrôle n'étant pas pris en compte (par exemple, il ne permet pas de hiérarchiser les firmes ayant trois actionnaires de contrôle détenant 90% du capital, de participations respectives (88%, 1%, 1%), et (30%, 30%, 30%), la première société étant indubitablement plus concentrée que la seconde). Tnani [1997] présente une variante de cette mesure consistant à compter le nombre d'actionnaires nécessaires pour atteindre un certain niveau de capital. Les mêmes critiques peuvent toutefois être appliquées à cette dernière. Cet indice ne répond donc pas aux critères (1) et (3) de Jacquemin [1979].

▪ **UNE MESURE DE CONCENTRATION RELATIVE DU CAPITAL FAVORABLE AUX ACTIONNAIRES IMPORTANTS : L'INDICE DE HIRSCHMAN-HERFINDHAL**

L'indice de Hirschman-Herfindhal est généralement utilisé en économie industrielle pour mesurer le degré de concentration d'un marché ou pour évaluer les conséquences d'une fusion sur la situation concurrentielle dans un secteur donné (HHI, Mergers Guidelines²⁶⁴), et est aisément transférable pour toute mesure de concentration.

$$IHH = \sum_{i=1}^n p_i^2 \quad 0 < H \leq 1, \text{ 1 représentant une société détenue à 100\%}.$$

Avec p_i , la participation du $i^{\text{ème}}$ actionnaire et n le nombre total de participations.

L'indice de Hirschman-Herfindhal a la faculté principale de prendre en compte les rapports d'influence entre actionnaires, à l'avantage des actionnaires de contrôle. En effet, l'indice pondère les actionnaires à concurrence de leur participation en capital, les petits porteurs ayant donc une influence minimale.

La principale difficulté de construction de cet indice réside dans l'accès à une base de données exhaustive sur la participation de l'ensemble des actionnaires d'une société, notamment la part détenue par le public. Dans la pratique, Tnani [1997] suggère de former une hypothèse sur une base actionnariale moyenne qui serait appliquée arbitrairement pour le calcul des indices de chaque société ou de manière similaire de supposer un flottant uniformément réparti, ce qui revient à considérer un nombre d'actionnaires différent pour chaque société. Nous pensons au contraire que cette solution n'est pas adéquate au sens où elle s'inscrit dans un biais constructiviste, et ce d'autant plus que la définition d'une base actionnariale différente de la réalité présuppose un biais certain dans l'analyse de la concentration du capital, bien qu'amoindri par l'accent porté sur les participations des actionnaires importants. Nous préférons limiter le calcul de l'indice de Hirschman-Herfindhal aux actionnaires de contrôle déterminés publiquement, en acceptant une perte partielle d'information et le passage d'un indice de concentration général à un indice de concentration partiel. Sous l'hypothèse que le contrôle des actionnaires minoritaires est passif, l'absence de prise en compte des petits porteurs a une influence minimale.

Enfin, l'indice de Hirschman-Herfindhal ne répond pas au critère d'univocité de Jacquemin [1979] dans la mesure où le même niveau d'indice peut résulter en diverses configurations d'actionnariat (pour exemples, à 10^{-4} près, les configurations (60%, 15%, 15%) et (50%, 37,25% et 12,75%) donnent un même niveau d'indice de 0,4050).

²⁶⁴ Indice utilisé notamment par le *U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission* pour examiner l'abus de position dominante ou non dans les opérations de rapprochement de sociétés concurrentes.

▪ **LES MESURES DE CONCENTRATION RELATIVE DU CAPITAL FAVORABLE AUX ACTIONNAIRES MINORITAIRES : L'INDICE DE HALL ET TIDEMAN ET LES COEFFICIENTS D'ENTROPIE**

L'indice de Hall et Tideman est le pendant de l'indice précédent, à l'exception notable que la pondération des participations est favorable aux actionnaires minoritaires :

$$IHT = \frac{1}{2 \cdot \sum_{i=1}^n i \cdot p_i - 1}$$

Les critiques de même ordre exposées précédemment pour l'indice de Hirschman-Herfindhal sont également transposables à cet indice. Enfin, Tnani [1997] utilise pour mesure de la concentration les coefficients d'entropies²⁶⁵, qui donnent une représentation du désordre de la structure actionnariale, autrement dit de l'éparpillement ou non de la structure de propriété. L'auteur utilise les mesures absolue et relative suivantes :

$$CEA = \sum_{i=1}^n p_i \cdot \log\left(\frac{1}{p_i}\right) \quad \text{et} \quad CER = \frac{\sum_{i=1}^n p_i \cdot \log\left(\frac{1}{p_i}\right)}{\log(n)} = \frac{CEA}{\log(n)}$$

Le coefficient d'entropie relative a pour avantage de prendre en compte les différences de bases actionnariales entre entreprises en pondérant la mesure par le logarithme du nombre d'actionnaires total.

Ces indices comportent également une pondération favorable aux petits porteurs.

Le tableau suivant résume les propriétés de chaque indice :

Tableau 2. 20 – Comparatif des mesures de la concentration de la structure de propriété

Mesure	Objet d'application	Interprétation	Conditions de Jacquemin, 1979					Autres limites
			(1) Univocité	(2) Nombre actionnaires	(3) Poids relatif	(4) Monotonie	(5) Invariance	
Capital flottant	Indice partiel - Part détenue par le public	Dispersion				x	x	Indice descriptif
Indices de concentration absolue	Indice partiel - Participation des k premiers actionnaires	Concentration		x		x	x	Indice descriptif
Indice de Hirschman-Herfindhal	Indice global - Favorise les actionnaires de contrôle	Concentration		x	x	x	x	Exhaustivité des données
Indice de Hall et Tideman	Indice global - Favorise les actionnaires minoritaires	Concentration		x	x	x	x	Exhaustivité des données
Coefficients d'entropie	Indice global - Favorise les actionnaires minoritaires	Dispersion		x	x	x	x	Exhaustivité des données

²⁶⁵ Empruntés au deuxième principe de thermodynamique caractérisant le degré de désordre d'un système. Ces indices s'adaptent facilement à la détermination du degré de concentration du capital des sociétés si l'on associe le degré de dispersion du capital au degré de désordre. Il s'ensuit que plus le capital est concentré, moins le désordre capitalistique est grand, les coefficients tendant alors vers 0.

En raison de l'imperfection de l'ensemble des indicateurs en ce qui concerne le critère premier d'univocité de Jacquemin [1979], nous précisons une limite de notre étude inhérente à leur construction, à savoir le biais, bien que minime, lié à la possibilité d'une hiérarchisation ambiguë entre deux sociétés ayant des indicateurs de concentration proches.

LES INDICATEURS RETENUS POUR L'ÉTUDE

Tnani [1997] compare les corrélations de rang de Spearman entre les différents indicateurs et conclut logiquement à des corrélations positives élevées entre les indices de concentration absolue, l'indice de Hirschman-Herfindhal et l'indice de Hall et Tideman, d'une part, et les coefficients d'entropie et la part détenue par public d'autre part²⁶⁶, et met en exergue des corrélations négatives entre les deux groupes d'indicateurs définis, pour la simple raison que le flottant et les coefficients d'entropie sont des mesures de dispersion tandis que les autres indicateurs sont des mesures de concentration.

Les résultats de l'auteur permettent de focaliser le choix des mesures de concentration sur l'objectif de notre étude et non plus sur une discrimination technique. Dans la mesure où nous centrons notre travail sur la double analyse de la structure de propriété en termes de pouvoir effectif au sein de l'organisation et de la liquidité de marché, il nous semble pertinent de choisir des indicateurs portant l'accent d'une part sur les acteurs du contrôle au sein des entreprises, autrement dit les grands actionnaires, d'autre part sur un indicateur englobant également une appréciation de la liquidité des titres des sociétés. Enfin, nous avons mis en avant l'importance pour une mesure de prendre en compte la dispersion de l'actionnariat. Notre choix se porte donc naturellement pour le premier groupe d'indicateurs vers les indices de concentration absolue en raison de leur simplicité d'utilisation et de l'affranchissement du critère d'exhaustivité des données, et l'indice de Hirschman-Herfindhal puisqu'il accorde une pondération plus importante aux actionnaires de contrôle qui nous semblent être les acteurs les plus à même d'exercer une activité de contrôle sur la société, les indices de Hall et Tideman ainsi que les coefficients d'entropie ayant l'inconvénient de surpondérer les participations des actionnaires minoritaires et de leur accorder un pouvoir de contrôle démesuré relativement à leurs participations individuelles. Les coefficients d'entropie auraient cependant pu être un choix valable pour une analyse dynamique ou en terme de statique

²⁶⁶ Il est utile de rappeler ici que les coefficients d'entropie sont des fonctions décroissantes de la concentration, ce qui explique le sens des corrélations avec les autres indicateurs.

comparative puisqu'ils sont très sensibles à de petites variations de désordre dans la propriété, ce qui ne fait pas l'objet de notre étude. De plus, l'indice de Hirschman-Herfindhal a l'avantage d'intégrer le principe de dispersion du capital dans sa construction théorique, mais l'exhaustivité des données requises pour sa mise en application laisse entrevoir une limite que nous tentons de minimiser par un choix multiple d'indicateurs. Pour le second groupe d'indicateurs, nous privilégions la part détenue par le public, ou flottant, qui est une mesure indirecte de la liquidité en terme de volume d'échange potentiel.

Enfin, nous précisons que les indicateurs retenus sont déclinés non seulement en termes de capital mais également de droits de vote puisque nous supposons le caractère supérieur de son pouvoir explicatif.

2. MÉTHODOLOGIE DU CLASSEMENT DES ENTREPRISES PAR TYPE

Les entreprises sont réparties en quatre catégories fonction de l'identité de l'actionnaire principal : personne physique ou groupe familial, l'Etat, une institution financière, ou encore les salariés. L'appartenance à une catégorie est exclusive, l'actionnaire de contrôle étant déterminé par sa participation en termes de droits de vote. Les entreprises sans actionnaire principal défini au seuil de 20% appartiennent à la cinquième catégorie des entreprises dites managériales. De fait, il s'avère que cette classification est stable que ce soit au seuil de 10% ou en prenant en compte la participation en capital du premier actionnaire. Enfin, l'identité de l'actionnaire principal est déterminée en remontant la chaîne de participations en cascades jusqu'au propriétaire ultime.

Le tableau 2.21 présente la répartition de l'échantillon.

Tableau 2. 21 – Classification des firmes – Approche typologique

	Ensemble											
	SA						Commandite		Directoire		Ensemble	
	Total	117	CA	84	Directoire	33	Directoire	6	Total	39	Total	123
	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote
Famille	54,5%	54,5%	37,4%	38,2%	17,1%	16,3%	0,8%	0,8%	17,9%	17,1%	55,3%	55,3%
Etat	4,9%	5,7%	4,1%	4,1%	0,8%	1,6%			0,8%	1,6%	4,9%	5,7%
Inst. Financière	6,5%	6,5%	4,9%	4,9%	1,6%	1,6%	0,8%	0,8%	2,4%	2,4%	7,3%	7,3%
Managériale	27,6%	26,8%	22,0%	21,1%	5,7%	5,7%	2,4%	2,4%	8,1%	8,1%	30,1%	29,3%
Salariés	1,6%	1,6%			1,6%	1,6%	0,8%	0,8%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%

LES VARIABLES DE CONTRÔLE

Afin de mesurer l'incidence de la structure de propriété sur la performance des firmes, nous prenons pour variables de contrôle les facteurs mis en évidence ci-avant (tableau 2.22). L'ensemble des tests effectués souligne l'absence robuste de relation entre la taille des firmes (avec pour approximation le logarithme du total de l'actif) et la performance, quelle que soit la mesure utilisée. Pour le triple motif de l'absence significative de lien mais également d'augmentation artificielle de la complexité des modèles, et d'alourdissement inutile de la présentation, nous décidons de ne pas inclure cette variable de contrôle et n'en faisons qu'une brève présentation descriptive.

Tableau 2. 22 – Méthodologie de calcul des variables de contrôle

Variables	Période(s) de calcul	Formulation
Taux de croissance du chiffre d'affaires	2002-2003 2003-2004	Taux de variation du chiffre d'affaires
Taux de rotation du flottant	2002-2003 2003-2004	Volume d'échange / Nombre de titres au flottant
Volatilité des rendements	2002-2003 2003-2004	Ecart type du rendement des titres
Risque économique	2002-2003 2003-2004	Coefficient de variation de l'excédent brut d'exploitation avec prise en compte des produits financiers
Taille de la firme	2003	Total de l'actif
Structure financière en valeur de marché	2002-2003 2003-2004	Dettes financières / Fonds propres en valeur de marché
Structure financière en valeur comptable	2002-2003 2003-2004	Dettes financières / Fonds propres en valeur comptable

Les tableaux 2.23 à 2.25 présentent les ordres de grandeur et caractéristiques des variables de contrôle par type d'entreprise :

Tableau 2. 23 – Description des caractéristiques des variables de contrôle *ex ante* par type d'entreprise

	Ensemble					
	Famille	Managériale	Inst. Finan.	Etat	Salariés	Ensemble
	68	36	9	7	3	123
Variables de contrôle ex ante						
Taux de croissance du CA						
Moyenne	5,8%	-3,2%	1,8%	1,8%	8,9%	2,8%
Mediane	0,5%	-4,0%	0,7%	-1,1%	15,1%	-1,1%
Min	-15,3%	-26,9%	-12,7%	-6,8%	-4,7%	-26,9%
Max	172,1%	69,9%	28,0%	14,6%	16,3%	172,1%
Taux de rotation du flottant						
Moyenne	0,88	1,70	0,82	2,08	1,93	1,21
Mediane	0,68	1,48	0,52	1,81	0,82	0,94
Min	0,11	0,17	0,17	0,26	0,50	0,11
Max	5,06	4,34	2,68	5,82	4,48	5,82
Volatilité des rendements						
Moyenne	2,6%	2,6%	2,6%	2,2%	2,4%	2,5%
Mediane	2,3%	2,5%	2,7%	2,2%	2,3%	2,4%
Min	1,1%	1,3%	1,0%	1,4%	1,6%	1,0%
Max	9,9%	5,0%	4,6%	2,8%	3,2%	9,9%
Risque économique						
Moyenne	14,1%	22,0%	-19,5%	-0,7%	31,7%	13,5%
Mediane	6,7%	-5,2%	-27,3%	6,7%	28,1%	4,5%
Min	-163,7%	-119,4%	-54,0%	-46,5%	18,4%	-163,7%
Max	281,9%	1130,3%	22,0%	37,6%	48,5%	1130,3%

Tableau 2. 24 – Description des caractéristiques des variables de contrôle *ex post* par type d'entreprise

	Ensemble					
	Famille	Managériale	Inst. Finan.	Etat	Salariés	Ensemble
	68	36	9	7	3	123
Variables de contrôle ex post						
Taux de croissance du CA						
Moyenne	8,7%	7,9%	10,7%	6,9%	15,5%	8,7%
Mediane	5,6%	4,9%	2,2%	6,7%	12,3%	5,6%
Min	-11,2%	-88,1%	-2,4%	-2,7%	1,3%	-88,1%
Max	49,0%	192,4%	49,7%	21,0%	32,9%	192,4%
Taux de rotation du flottant						
Moyenne	0,94	2,16	1,04	2,44	2,47	1,43
Mediane	0,73	1,44	0,52	2,07	0,84	0,98
Min	0,11	0,17	0,27	0,53	0,55	0,11
Max	3,49	13,61	4,07	8,04	6,03	13,61
Volatilité des rendements						
Moyenne	1,7%	1,7%	2,1%	1,5%	1,7%	1,7%
Mediane	1,6%	1,4%	1,9%	1,5%	1,6%	1,6%
Min	0,8%	0,8%	1,1%	0,9%	1,3%	0,8%
Max	4,4%	3,9%	3,2%	1,9%	2,1%	4,4%
Risque économique						
Moyenne	12,5%	11,6%	-16,2%	44,8%	15,9%	12,1%
Mediane	8,4%	9,6%	-4,8%	15,6%	18,6%	8,6%
Min	-440,0%	-430,1%	-127,9%	4,2%	4,8%	-440,0%
Max	551,8%	363,7%	62,3%	141,5%	24,4%	551,8%

Tableau 2. 25 – Description des caractéristiques des autres variables de contrôle par type d’entreprise

	Ensemble					
	Famille	Managériale	Inst. Finan.	Etat	Salariés	Ensemble
	68	36	9	7	3	123
Autres variables de contrôle						
Taille de la firme en M€						
Moyenne	3 531 556,1	17 631 822,1	776 242,9	20 600 551,0	1 384 007,2	8 375 881,9
Mediane	541 546,5	9 123 000,0	743 792,0	12 752 000,0	657 003,0	1 307 596,0
Min	21 714,0	333 074,0	247 096,0	1 380 000,0	547 573,7	21 714,0
Max	60 466 000,0	84 161 000,0	1 339 000,0	96 325 000,0	2 947 445,0	96 325 000,0
Structure financière ex ante - valeur de marché						
Moyenne	0,75	0,93	0,52	1,04	0,56	0,79
Mediane	0,44	0,52	0,59	0,91	0,35	0,47
Min	0,01	0,12	0,00	0,15	0,07	0,00
Max	5,64	8,05	1,21	2,38	1,26	8,05
Structure financière ex ante - valeur comptable						
Moyenne	1,08	1,53	0,62	1,64	0,64	1,20
Mediane	0,81	0,87	0,73	1,06	0,19	0,82
Min	0,03	0,13	0,01	0,36	0,18	0,01
Max	10,45	13,23	1,22	4,11	1,53	13,23
Structure financière ex post - valeur de marché						
Moyenne	0,69	0,77	0,46	0,74	0,48	0,70
Mediane	0,40	0,46	0,35	0,49	0,12	0,42
Min	0,00	0,11	0,01	0,14	0,05	0,00
Max	6,53	8,28	1,07	2,02	1,27	8,28
Structure financière ex post - valeur comptable						
Moyenne	1,07	2,00	0,59	1,27	0,67	1,31
Mediane	0,80	0,77	0,76	0,90	0,11	0,78
Min	0,01	0,19	0,02	0,19	0,05	0,01
Max	11,96	37,10	1,16	3,02	1,86	37,10

Nous pouvons souligner quelques faits marquants différenciant les types d’entreprises²⁶⁷, par l’utilisation du test sur les rangs de Kruskal-Wallis (tableau 2.26).

Tableau 2. 26 – Résultats des tests de Kruskal-Wallis concernant l’homogénéité des variables de contrôle en fonction du type des entreprises

Variables de contrôle		Significativité	Résultat
Taux de croissance du CA <i>ex ante</i>	12,273	p<0,01	On rejette H0
Taux de croissance du CA <i>ex post</i>	1,183	0,756	On ne peut rejeter H0
Volatilité des rendements <i>ex ante</i>	2,019	0,569	On ne peut rejeter H0
Volatilité des rendements <i>ex post</i>	4,045	0,257	On ne peut rejeter H0
Risque économique <i>ex ante</i>	6,979	0,073	On peut rejeter H0 au seuil de 10%
Risque économique <i>ex post</i>	4,777	0,189	On ne peut rejeter H0
Taille de la firme	36,731	p<0,01	On rejette H0
Structure financière <i>ex ante</i> - valeur de marché	3,279	0,351	On ne peut rejeter H0
Structure financière <i>ex ante</i> - valeur comptable	3,967	0,265	On ne peut rejeter H0
Structure financière <i>ex post</i> - valeur de marché	1,661	0,646	On ne peut rejeter H0
Structure financière <i>ex post</i> - valeur comptable	2,332	0,506	On ne peut rejeter H0

²⁶⁷ Nous excluons volontairement le sous-échantillon des entreprises contrôlées par les salariés des tests eu égard à sa taille. Nous présentons toutefois les données descriptives à buts informatif et comparatif.

Les taux de croissance de l'activité des firmes présentent de nombreuses disparités en 2003, année peu favorable dans l'ensemble puisque plus de la moitié des entreprises ont vu leur activité régresser. Toutefois, les entreprises contrôlées par leurs salariés et familiales présentent les plus hauts niveaux de croissance. Les différences s'aplanissent pour l'année 2004, et plus intéressant encore, le test de Kruskal-Wallis ne permet pas de rejeter l'hypothèse d'homogénéité des sous-échantillons par type de firme. Autrement dit, les différences potentielles de performance *ex post* entre types de firmes ne pourront être attribuées à des disparités de taux de croissance de l'activité des firmes.

A l'inverse, les mesures de rotation du flottant exhibent de forts écarts. Sans surprise, les firmes familiales présentent un des plus faibles niveaux de rotation, en raison de l'importance des participations stables. En revanche, bien que les entreprises managériales présentent de hauts niveaux de rotation, les entreprises contrôlées par les salariés mais également par l'Etat, participations également stables par nature, montrent des taux de rotation supérieurs. L'importance de la surveillance par le marché diverge fortement en fonction des firmes, pouvant induire des degrés de contrôle divers.

De même, on ne peut rejeter l'hypothèse H_0 d'homogénéité des populations pour la volatilité des prix *ex ante* et *ex post* ainsi que le risque économique *ex post* uniquement. Seul le risque économique *ex ante* préjuge légèrement de dissemblances entre types de firmes. Ce résultat est essentiel : les divergences potentielles de performance entre types de firmes ne pourront se déduire de niveaux de risque différents, en dehors des mesures économiques *ex ante*.

Les tailles des firmes par type de l'échantillon sont fortement hétérogènes. Les firmes contrôlées par l'Etat ainsi que les sociétés managériales présentent les tailles les plus importantes, probablement en raison de l'importance des modes de financement étatique pour les premières et par émission d'actions nouvelles pour les secondes, qui se traduisent par l'accroissement de leurs capacités d'endettement (ce que confirment leurs niveaux d'endettement respectifs, les plus élevés de l'échantillon). A l'inverse, les firmes contrôlées par leurs salariés ainsi que les sociétés familiales sont de taille beaucoup plus modeste, en raison d'une ouverture plus restreinte de leur capital.

Enfin, si l'on appréhende le niveau d'endettement des entreprises par leurs médianes, les différences entre types de firmes ne sont pas significatives, ce que confirme les tests de Kruskal-Wallis pour les mesures *ex ante* en valeur comptable et de marché, ainsi que les mesures *ex post*.

En synthèse, les variables de contrôle sont suffisamment homogènes pour les quatre premiers types d'entreprises, notamment en ce qui concerne les variables *ex post*, pour envisager

l'importance de facteurs autres, en particulier les mécanismes de gouvernance internes, comme sources potentielles de divergences de performances.

SECTION 2. LA PERFORMANCE DES SOCIÉTÉS DE L'ÉCHANTILLON

1. LES MESURES DE PERFORMANCE CONSIDÉRÉES

MÉTHODOLOGIE DE CALCUL

Suivant Charreaux [1997], les mesures de performance portent à la fois sur le plan économique – Q de Tobin et taux de rentabilité économique – et financier – ratio de Marris, rentabilité des fonds propres, mesure de Sharpe et alpha de Jensen. Seuls le Q de Tobin et le ratio de Marris sont évalués *ex ante*, l'ensemble des mesures étant calculé *ex post*. Le tableau 2.27 précise leurs modes de calcul²⁶⁸.

Tableau 2. 27 – Méthodologie de calcul des mesures de performance

Mesures de performance	Période(s) de calcul	Formulation
Q de Tobin	2002-2003 2003-2004	Fonds propres en valeur de marché / (Capitaux propres en valeur comptable + Dettes financières)
Ratio de Marris	2002-2003 2003-2004	Capitalisation boursière / Actif net comptable
Alpha de Jensen	2003-2004	Taux de variation du cours des titres - [TEC10 + β x (Rendement du SBF250 - TEC10)]
Mesure de Sharpe	2003-2004	(Taux de variation du cours des titres - TEC10) / Ecart type du rendement des titres
Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	2003-2004	Résultat net / Capitaux propres en valeur de marché
Rentabilité des fonds propres en valeur comptable	2003-2004	Résultat net / Capitaux propres en valeur comptable
Rentabilité économique en valeur de marché	2003-2004	(Résultat d'exploitation + Produits financiers) / (Capitaux propres en valeur de marché + Dettes financières)
Rentabilité économique en valeur comptable	2003-2004	(Résultat d'exploitation + Produits financiers) / (Capitaux propres en valeur comptable + Dettes financières)

²⁶⁸ Les mesures du Q de Tobin, du ratio de Marris, de l'alpha de Jensen et du ratio de Sharpe sont exprimées par la suite en valeur, tandis que les mesures de la rentabilité des fonds propres ainsi que de la rentabilité économique (en valeur de marché ou comptable) sont exprimées en pourcentage. Précisons également que nous distinguons deux types de rentabilité des fonds propres en valeur comptable, en fonction de l'utilisation de la structure financière en valeur comptable ou en valeur de marché, à titre de comparaison.

VARIABLES SECTORIELLES : LE FACTEUR MÉSOÉCONOMIQUE DE LA PERFORMANCE

Euronext Paris a adopté le système de classification internationale FTSE 'Global Classification System' depuis le 8 avril 2002²⁶⁹. L'architecture de cette nomenclature sectorielle se compose de 10 groupes économiques, 39 secteurs économiques et 102 sous-secteurs économiques. En regard à la taille de l'échantillon, les entreprises ont été regroupées par groupes économiques (tableau 2.28) :

- 00 Ressources
- 10 Industries de base
- 20 Industries généralistes
- 30 Biens de consommation cycliques
- 40 Biens de consommation non cycliques
- 50 Services cycliques
- 60 Services non cycliques
- 70 Services aux collectivités
- 80 Sociétés financières
- 90 Technologies de l'information

Tableau 2. 28 – Répartition des entreprises de l'échantillon par groupes économiques

Classification FTSE	00	10	20	30	40	50	60	70	80	90
Nombre d'entreprises	4	14	17	12	17	31	7	2	-	19
Pourcentage	3,25%	11,38%	13,82%	9,76%	13,82%	25,20%	5,69%	1,63%	-	15,45%

L'étude des mesures de performance sectorielle fait ressortir 4 groupes économiques : les entreprises des groupes 00 Ressources, 10 Industries de base, 40 Biens de consommation cycliques et 90 Technologies de l'information (tableaux 2.29 à 2.33).

²⁶⁹ Cette norme de classification a été remplacée le 2 janvier 2006 sur les places de marché Euronext par la nomenclature ICB 'Industry Classification Benchmark', créée par le FTSE Group et Dow Jones Indexes. Cette nouvelle nomenclature sectorielle permet d'identifier 10 industries, 18 super-secteurs, 39 secteurs et 104 sous-secteurs.

Tableau 2. 29 – L'influence sectorielle sur la performance 1/5

	Q de Tobin ex ante	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur de marché
R ²	0,524	0,366	0,439
R ² ajusté	0,502	0,338	0,414
Signification	F(5,108)=23,75 p<0,01	F(5,112)=12,95 p<0,01	F(5,111)=17,36 p<0,01
Données	114	118	117
Caractéristiques			
Constante	1,375 ***	0,162 ***	0,094 ***
Risque	0,017	0,038 ***	0,025 ***
Taux de croissance du CA	0,020	-0,029	0,030
Structure financière	-0,567 ***	-0,034 ***	-0,013 ***
Rotation du flottant	-0,027	-0,004	-0,003
Secteur			
FTSE 00	0,915 ***	0,108 **	0,093 ***

Tableau 2. 30 – L'influence sectorielle sur la performance 2/5

	Mesure de Sharpe	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Alpha de Jensen
R ²	0,234	0,530	0,356
R ² ajusté	0,207	0,508	0,333
Signification	F(4,115)=8,78 p<0,01	F(5,109)=24,54 p<0,01	F(4,116)=16 p<0,01
Données	120	115	121
Caractéristiques			
Constante	6,937 ***	0,099 ***	0,060
Risque		-4,997 ***	
Taux de croissance du CA	26,195 ***	0,063 **	0,715 ***
Structure financière	-1,221	0,031 ***	-0,047
Rotation du flottant	0,133	0,010 **	0,013
Secteur			
FTSE 00	25,343 **	0,188 ***	0,533 ***

Tableau 2. 31 – L'influence sectorielle sur la performance 3/5

	Rentabilité économique en valeur de marché	Ratio de Marris ex ante	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,440	0,250	0,402
R ² ajusté	0,414	0,217	0,375
Signification	F(5,110)=17,26 p<0,01	F(5,113)=7,54 p<0,01	F(5,112)=15,03 p<0,01
Données	116	119	118
Caractéristiques			
Constante	0,074 ***	1,047 ***	0,104 ***
Risque	0,026 ***	-4,011	-5,215 ***
Taux de croissance du CA	0,022	0,209	0,108 ***
Structure financière	0,000	-0,196 ***	0,005
Rotation du flottant	0,008 ***	0,021	0,012 ***
Secteur			
FTSE 10	0,020 *	-0,218 *	0,035 *

Tableau 2. 32 – L'influence sectorielle sur la performance 4/5

	Mesure de Sharpe	Alpha de Jensen	Q de Tobin ex ante	Rentabilité économique en valeur de marché
R ²	0,214	0,377	0,439	0,471
R ² ajusté	0,186	0,356	0,414	0,448
Signification	F(4,115)=7,81 p<0,01	F(4,115)=17,42 p<0,01	F(5,112)=17,51 p<0,01	F(5,112)=19,96 p<0,01
Données	120	120	118	118
Caractéristiques				
Constante	4,442 *	0,014	1,186 ***	0,083 ***
Risque			0,020	0,028 ***
Taux de croissance du CA	30,419 ***	0,848 ***	-0,004	0,027
Structure financière	-0,867	-0,048	-0,256 ***	-0,002
Rotation du flottant	1,262	0,043 **	-0,067	0,007 ***
Secteur				
FTSE 40	7,993 *	0,142 *		
FTSE 90			0,547 ***	-0,040 ***

Tableau 2. 33 – L'influence sectorielle sur la performance 5/5

	Ratio de Marris ex ante	Mesure de Sharpe	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Alpha de Jensen
R ²	0,333	0,263	0,414	0,420
R ² ajusté	0,303	0,237	0,387	0,400
Signification	F(5,111)=11,08 p<0,01	F(4,117)=10,42 p<0,01	F(5,112)=15,03 p<0,01	F(4,116)=21,02 p<0,01
Données	117	122	118	121
Caractéristiques				
Constante	1,001 ***	9,658 ***	0,112 ***	0,098 **
Risque	-5,206		-5,069 ***	
Taux de croissance du CA	0,273	30,200 ***	0,109 ***	0,840 ***
Structure financière	-0,157 ***	-2,751	0,003	-0,067 **
Rotation du flottant	-0,035	1,888 *	0,013 ***	0,042 **
Secteur				
FTSE 90	0,411 ***	-17,512 ***	-0,039 **	-0,368 ***

Les relations les plus significatives concernant les entreprises de l'échantillon appartiennent aux groupes extrêmes – 00 et 90 – de la nomenclature.

Les sociétés de l'échantillon liées à l'extraction de ressources (groupe 00) présentent des rentabilités économique et financière plus importantes que celles des autres groupes sectoriels. A l'inverse, les sociétés liées aux technologies de l'information (groupe 90) présentent le profil exactement contraire de sous-performance, bien que les attentes de rentabilité *ex ante* émanant des investisseurs soient favorables (relation positive avec le Q de Tobin *ex ante* et le ratio de Marris *ex ante*).

On note également l'incidence marginale positive des groupes sectoriels des industries de base et des biens de consommation non cycliques respectivement sur les rentabilités économiques et des fonds propres (l'influence sur le ratio de Marris *ex ante* étant à l'inverse négative), et sur les ratios de Sharpe et de Jensen.

Ces résultats permettent de mettre en évidence une variable méso-économique de la performance potentielle des firmes de l'échantillon, à savoir le groupe économique d'appartenance. Ils ne peuvent toutefois pas être généralisés pour une double raison : la taille réduite des sous-échantillons par groupe et la diversité des secteurs d'activités au sein de ces mêmes groupes qui désignent au mieux l'influence de la croissance d'une industrie globale, pouvant masquer des situations disparates entre sous-secteurs économiques.

3. L'ANALYSE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ

Nous procédons à l'analyse de la structure de propriété selon plusieurs approches qui apportent un éclairage complémentaire sur son incidence sur la performance des firmes. La base de données construite associant à la fois la structure de propriété en capital et en droits de vote nous permet de mettre en perspective l'impact de l'éloignement de la règle d'une action pour un droit de vote.

LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ET ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES : UNE APPROCHE TYPOLOGIQUE

Nous présentons dans un premier temps un brève description de la performance des sociétés selon une classification typologique, pour déterminer dans un second temps si l'on peut souligner des schémas de causalité fonction du type des entreprises.

Le tableau 2.34 présente un panorama des mesures de performance économiques et financières des sociétés par type.

Tableau 2. 34 – Description des mesures de performance – Approche typologique

	Ensemble					
	Famille	Managériale	Inst. Finan.	Etat	Salariés	Ensemble
	68	36	9	7	3	123
Mesures ex ante						
Q de Tobin						
Moyenne	1,24	0,99	0,94	0,79	1,06	1,12
Mediane	0,92	0,89	0,81	0,57	0,48	0,88
Min	0,13	0,12	0,37	0,16	0,44	0,12
Max	6,53	2,56	2,32	1,76	2,27	6,53
Ratio de Marris						
Moyenne	0,93	0,82	0,77	0,75	0,49	0,86
Mediane	0,77	0,68	0,70	0,37	0,48	0,74
Min	0,12	0,13	0,35	0,05	0,23	0,05
Max	4,63	2,36	1,72	1,84	0,77	4,63
Mesures ex post						
Q de Tobin						
Moyenne	1,33	1,04	0,98	0,90	1,03	1,19
Mediane	1,09	0,84	0,86	0,92	0,51	1,04
Min	0,14	0,12	0,45	0,23	0,45	0,12
Max	5,84	2,99	1,84	1,33	2,14	5,84
Ratio de Marris						
Moyenne	1,02	0,83	0,79	0,78	0,50	0,92
Mediane	0,87	0,70	0,75	0,49	0,49	0,80
Min	0,15	0,11	0,42	0,07	0,20	0,07
Max	4,13	3,06	1,37	1,92	0,83	4,13
Alpha de Jensen						
Moyenne	0,23	0,06	0,01	0,30	0,00	0,16
Mediane	0,12	-0,01	-0,05	0,33	-0,14	0,06
Min	-0,45	-0,46	-0,48	-0,46	-0,17	-0,48
Max	3,50	2,99	0,57	0,91	0,31	3,50
Mesure de Sharpe						
Moyenne	13,22	6,78	5,78	23,08	4,71	11,14
Mediane	8,97	3,21	-1,26	31,68	-3,38	6,34
Min	-22,35	-18,34	-12,10	-22,52	-7,41	-22,52
Max	123,53	110,56	40,96	47,50	24,90	123,53
Rfp en valeur de marché						
Moyenne	4,81%	-0,64%	-1,86%	7,61%	12,93%	3,09%
Mediane	4,95%	4,95%	3,43%	4,70%	10,95%	4,82%
Min	-34,43%	-199,18%	-29,97%	0,50%	4,32%	-199,18%
Max	40,44%	39,36%	8,17%	22,59%	23,50%	40,44%
Rfp comptable						
Moyenne	9,81%	-16,90%	-2,29%	14,79%	12,44%	1,45%
Mediane	11,24%	8,06%	3,35%	11,62%	11,10%	9,67%
Min	-36,41%	-892,86%	-43,51%	0,22%	10,22%	-892,86%
Max	37,60%	27,49%	18,79%	40,48%	16,00%	40,48%
Rentabilité économique en valeur comptable						
Moyenne	14,87%	12,66%	8,52%	15,37%	18,48%	13,87%
Mediane	14,64%	12,96%	7,42%	16,93%	17,80%	13,10%
Min	-10,78%	-9,34%	-6,05%	6,66%	17,03%	-10,78%
Max	40,56%	34,73%	26,38%	31,03%	20,61%	40,56%
Rentabilité économique en valeur de marché						
Moyenne	8,63%	8,97%	6,02%	11,32%	21,29%	9,00%
Mediane	8,57%	8,99%	6,93%	10,41%	14,67%	8,83%
Min	-7,24%	-8,55%	-6,89%	4,92%	7,97%	-8,55%
Max	30,17%	34,05%	15,18%	24,21%	41,23%	41,23%

Le tableau 2.35 souligne toutefois l'homogénéité des mesures de performance en fonction du type des firmes (entreprises salariales non comprises), en dehors de l'alpha de Jensen au seuil de 5%, ainsi que la mesure de Sharpe ou encore la rentabilité des fonds propres en valeur comptable si l'on accepte le seuil de 10%. On peut donc s'interroger sur l'importance d'une classification typologique pour expliquer des différences potentielles de performances.

Tableau 2. 35 – Résultats des tests de Kruskal-Wallis sur la comparaison des performances par types de firmes

	$\chi^2(3)$	Signification	Résultat
Mesures ex ante			
Q de Tobin	1,824	0,610	On ne peut rejeter H0
Ratio de Marris	1,149	0,765	On ne peut rejeter H0
Mesures ex post			
Q de Tobin	2,249	0,522	On ne peut rejeter H0
Ratio de Marris	3,153	0,369	On ne peut rejeter H0
Ratio de Jensen	10,859	0,013	On rejette H0 au seuil de 5%
Sharpe	7,266	0,064	On peut rejeter H0 au seuil de 10%
Rfp Marché	3,749	0,290	On ne peut rejeter H0
Rfp Comptable	7,272	0,064	On peut rejeter H0 au seuil de 10%
Rent. Eco.	5,662	0,129	On ne peut rejeter H0
Rent. Eco. En valeur de marché	2,856	0,414	On ne peut rejeter H0

Nous approfondissons l'évaluation de l'incidence du type de firme sur leur performance à partir du schéma d'analyse suivant :

$$\text{Performance} = f(\text{Variables de contrôle, Variable typologique})$$

Seuls les modèles les plus significatifs sont présentés (tableaux 2.36 et 2.37).

Tableau 2. 36 – Mesures de performance – Approche typologique – Etude analytique 1/2

	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur comptable	Ratio de Marris ex post	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,337	0,335	0,211	0,398
R ² ajusté	0,308	0,306	0,176	0,371
Signification	F(5,115)=11,67 p<0,01	F(5,115)=11,59 p<0,01	F(5,114)=6,08 p<0,01	F(5,112)=14,81 p<0,01
Données	116	116	120	118
Constante	0,143 ***	0,170 ***	0,934 ***	0,112 ***
Risque	0,038 ***	0,037 ***	-1,466	-5,578 ***
Caractéristiques Taux de croissance du CA	-0,023	-0,005	0,097	0,110 ***
Structure financière	-0,039 ***	-0,037 ***	-0,181 ***	0,007
Rotation du flottant	0,004	-0,001	-0,016	0,011 ***
Type d'entreprise Famille Managériale	0,035 **		0,173 *	
Financier		-0,061 **		
Etat				
Salariés				0,062 *

Tableau 2. 37 – Mesures de performance – Approche typologique – Etude analytique 2/2

	Mesure de Sharpe	Mesure de Sharpe	Alpha de Jensen	Alpha de Jensen
R ²	0,189	0,223	0,384	0,388
R ² ajusté	0,161	0,196	0,362	0,367
Signification	F(4,117)=6,80 p<0,01	F(4,115)=8,27 p<0,01	F(4,115)=17,91 p<0,01	F(4,115)=18,23 p<0,01
Données	122	120	120	120
Constante	8,243 ***	5,280 ***	-0,041	0,071 *
Risque				
Caractéristiques Taux de croissance du CA	26,767 ***	32,344 ***	0,807 ***	0,811 ***
Structure financière	-1,652	-0,637	-0,056 *	-0,054 *
Rotation du flottant	2,004 *	0,646	0,054 **	0,053 **
Type d'entreprise Famille Managériale	-6,641 *		0,126 **	-0,148 **
Financier				
Etat		14,446 **		
Salariés				

Nous présentons une synthèse des résultats significatifs par type d'entreprise.

D'un point de vue global, les indicateurs de performances économiques et financières ne sont pas tous significatifs, bien qu'étant de signes convergents. Cette signification relative nous amène à penser les relations entre la performance et le type de firme sinon complexe, tout au moins donnant une appréciation globale de l'impact de la nature des firmes.

▪ Les firmes familiales

Les firmes familiales de l'échantillon présentent des relations positives avec les mesures de la rentabilité économique (au seuil de 5%), du ratio de Marris *ex post* (au seuil de 10%) et

l'alpha de Jensen (au seuil de 5%). On peut penser que les sociétés familiales portent attention dans une certaine mesure non seulement à la performance économique mais également créent de la valeur dans des proportions supérieures au risque de marché qu'elles font supporter aux investisseurs. Ce résultat conforte la thèse de la convergence d'intérêts pour les entreprises familiales, du fait de la double nature des membres familiaux, à la fois actionnaires et dirigeants de la société. Ce soutien est à nuancer en raison de l'absence de relation significative pour les autres mesures, ainsi que de la faiblesse des résultats.

- Les sociétés financières

Les sociétés financières semblent avoir un impact négatif (au seuil de 5%) sur la rentabilité économique de la firme. Le fait qu'elles ne présentent aucun autre lien significatif avec d'autres mesures de performance nous laisse penser qu'il ne s'agit pas forcément de la résultante d'une stratégie court terme de création de valeur actionnariale mais peut-être de leur présence en tant que soutien financier en période de crise. Le même recul eu égard à la faiblesse de la relation peut être indiqué.

- Les sociétés managériales

Elles présentent une relation potentielle (respectivement aux seuils de 5% et 10%) avec l'alpha de Jensen et la mesure de Sharpe, indicateurs confortant la divergence d'intérêts des petits porteurs et des équipes dirigeantes des firmes, ou autrement dit l'appropriation de bénéfices privés des dirigeants au détriment des actionnaires.

- Les sociétés contrôlées par l'Etat

Bien qu'étant taxée d'objectifs non économiques potentiellement contradictoires avec la création de richesse pour les actionnaires, la présence de l'Etat impacte positivement la mesure de Sharpe. La faiblesse de la taille du sous-échantillon ne nous permet toutefois pas d'en généraliser la portée.

- Les firmes salariales

Enfin, l'actionnariat salarié majoritaire (au sens relatif) présente une influence positive sur la rentabilité des fonds propres en valeur de marché. Ce résultat est toutefois à nuancer eu égard à la taille de l'échantillon.

Les résultats essentiels de l'analyse de la performance des firmes selon une approche typologique sont la mise en évidence de la convergence d'intérêts pour les sociétés familiales et au contraire l'expropriation des actionnaires minoritaires pour les firmes non contrôlées. Il convient toutefois de relativiser la portée des liaisons mises en évidence puisqu'aucune d'entre elles n'est significative au seuil de 1%. Ce constat renforce ainsi le doute sur la pertinence d'une classification typologique des firmes par le simple critère d'un seuil de contrôle somme toute arbitraire du premier actionnaire. Nous préférons ainsi adopter une approche approfondie de la structure de propriété.

LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ ET DU CONTRÔLE

Le tableau 2.38 met en lumière le caractère extrêmement prononcé de la concentration des firmes de l'échantillon : les cinq premiers actionnaires représentent en moyenne près de la moitié du capital (49,7%) et surtout le contrôle majoritaire absolu (57,3%) des entreprises. Ce résultat est d'autant plus robuste si l'on s'attache à l'examen de la médiane puisque les seuils de propriété et de contrôle des cinq premiers actionnaires atteignent les niveaux respectifs de 53,9% et de 65,8%, soit près des deux tiers des droits de vote.

Comme attendu, les firmes familiales présentent le plus fort degré de concentration des droits de propriété mais surtout des droits de vote. L'écart pourrait toutefois sembler moins important avec la concentration des autres sociétés contrôlées, mais il s'agit en fait d'un effet de moyenne sur les cinq premiers actionnaires. En adoptant une analyse conjointe de la concentration selon les trois mesures, on s'aperçoit que la concentration des firmes familiales est surtout le fait des premiers actionnaires (l'indice de Herfindal est extrêmement élevé), actionnaires aux participations stables puisque le flottant correspond en moyenne au restant du capital non détenu par les actionnaires principaux. La stabilité des participations des actionnaires de contrôle se retrouve pour les autres firmes mais dans une moindre mesure. De même, le contrôle entre les cinq premiers actionnaires est réparti de manière plus uniforme pour les autres sociétés contrôlées, les entreprises familiales ayant tendance à exhiber une propriété concentrée entre les mains d'une seule personne ou du groupe familial.

Enfin, même les entreprises non contrôlées se caractérisent par un noyau dur d'actionnaires, représentant un peu moins (plus) du quart du capital (des droits de vote) : sous condition que le contrôle de ces actionnaires soit effectif, la latitude managériale des entreprises apparaît de faible ampleur.

Tableau 2. 38 – La concentration de la propriété et du contrôle par type de société

		Ensemble											
		Famille		Financier		Non Contrôlé		Etat		Salariés		Ensemble	
		68		9		36		7		3		123	
		Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote
Herfindal	Moyenne	32,1%	44,1%	21,9%	27,3%	3,2%	4,2%	18,1%	21,6%	7,0%	10,9%	21,5%	29,1%
	Médiane	31,1%	46,7%	14,1%	14,6%	1,1%	2,4%	11,9%	23,0%	4,3%	8,4%	16,5%	23,0%
	Minimum	4,6%	8,6%	4,5%	4,5%	0,0%	0,0%	2,0%	5,8%	4,2%	7,6%	0,0%	0,0%
	Maximum	72,9%	83,3%	54,8%	59,9%	20,2%	20,8%	30,3%	34,0%	12,4%	16,9%	72,9%	83,3%
C5	Moyenne	62,6%	72,7%	56,2%	61,8%	23,7%	27,3%	53,5%	59,4%	39,9%	50,2%	49,7%	57,3%
	Médiane	64,9%	75,1%	58,3%	71,3%	18,2%	21,2%	51,5%	57,9%	32,7%	43,7%	53,9%	65,8%
	Minimum	31,3%	31,3%	24,1%	24,2%	1,4%	2,1%	18,5%	30,1%	30,7%	41,3%	1,4%	2,1%
	Maximum	88,6%	94,7%	74,1%	79,6%	72,0%	73,1%	89,4%	93,7%	56,1%	65,8%	89,4%	94,7%
Flottant	Moyenne	39,8%	30,6%	49,6%	45,8%	83,5%	83,2%	52,1%	47,3%	68,1%	61,0%	54,7%	48,8%
	Médiane	39,5%	27,2%	45,5%	37,6%	93,2%	93,9%	48,0%	45,5%	66,9%	56,3%	48,9%	40,1%
	Minimum	10,9%	6,5%	25,4%	22,7%	32,8%	33,3%	18,4%	11,9%	48,6%	39,8%	10,9%	6,5%
	Maximum	76,2%	70,8%	78,5%	78,9%	100,0%	100,0%	85,5%	76,4%	88,9%	87,0%	100,0%	100,0%

Le tableau 2.39 souligne l'importance de l'actionnaire référent par ordre décroissant pour les entreprises familiales, financière, contrôlées par l'Etat, les salariés et non contrôlées. Ainsi, une grande partie de la concentration de la propriété et des droits de vote provient du premier actionnaire.

Tableau 2. 39 – Propriété et contrôle de l'actionnaire référent

		Ensemble											
		Famille		Financier		Non Contrôlé		Etat		Salariés		Ensemble	
		68		9		36		7		3		123	
		Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote
C1	Moyenne	53,0%	63,0%	40,7%	45,3%	11,2%	14,1%	36,2%	41,7%	22,1%	28,3%	38,1%	45,3%
	Médiane	55,8%	66,2%	29,5%	31,4%	9,4%	12,1%	34,5%	45,5%	18,5%	25,0%	36,7%	45,5%
	Minimum	14,7%	24,5%	21,0%	21,1%	1,4%	1,8%	13,9%	23,6%	17,6%	23,8%	1,4%	1,8%
	Maximum	85,3%	91,2%	74,1%	77,3%	36,1%	37,7%	54,5%	54,5%	30,3%	36,1%	85,3%	91,2%

Nous pouvons également noter une hétérogénéité significative en terme de concentration du capital et du contrôle en fonction du type des entreprises (tableau 2.40).

Tableau 2. 40 – Résultats des tests de Kruskal-Wallis sur la comparaison de la concentration des structures de propriété par types de firmes

	$\chi^2(3)$	Signification	Résultat
Mesures de concentration en capital			
Herfindhal	69,416	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
C1	71,048	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
C5	57,647	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
Flottant	58,164	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
Mesures de concentration en droits de vote			
Herfindhal	73,398	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
C1	74,777	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
C5	62,919	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
Flottant	66,274	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%

PERFORMANCE ET CONCENTRATION

Nous testons l'incidence de la concentration à la fois de la propriété et des droits de vote sur la performance des sociétés de l'échantillon, avec prise en compte des variables de contrôle prédéfinies. Seuls les modèles significatifs sont présentés (tableaux 2.41 à 2.47).

La majorité des indicateurs de performance financière indiquent un lien positif de la concentration (et inversement négatif de la dispersion) que ce soit en termes de capital ou de contrôle. La thèse de la convergence des intérêts des actionnaires principaux au sens large du terme, puisque l'influence de la concentration ressort à la fois pour l'indice de Herfindal qui porte l'accent sur l'actionnaire de référence et l'indice C5 qui uniformise l'importance du contrôle de chaque actionnaire, semble prédominer.

La relation est notamment explicite pour les mesures de la rentabilité financière en valeurs de marché.

Enfin, l'analyse en droits de vote n'apporte pas d'information supplémentaire par rapport aux mesures en capital, si l'on excepte le lien ambigu de la concentration avec la performance économique : un lien positif entre la rentabilité économique et l'indice de Herfindal en droits de vote et négatif entre le Q de Tobin *ex ante* et l'indice C5 en droits de vote. De même, il existe un lien négatif entre le ratio de Marris *ex ante* et l'indice de Herfindal en droits de vote. On peut s'interroger sur la robustesse de la relation, et de la pertinence des mesures *ex ante* de la performance²⁷⁰.

²⁷⁰ Charreaux [1996] émet de fortes suspicions à l'encontre des mesures de performance telles que le Q de Tobin et le ratio de Marris.

Tableau 2. 41 – Performance et concentration – Indice C5 1/2

	Q de Tobin ex ante	Ratio de Marris ex ante	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,365	0,257	0,388	0,390
R ² ajusté	0,337	0,223	0,361	0,363
Signification	F(5,111)=12,78 p<0,01	F(5,111)=5,67 p<0,01	F(5,113)=14,33 p<0,01	F(5,113)=14,47 p<0,01
Données	117	117	119	119
Caractéristiques				
Constante	1,443 ***	1,153 ***	0,081 ***	0,084 ***
Risque	0,015	-1,621	-5,938 ***	-6,075 ***
Taux de croissance du CA	0,044	0,296	0,096 ***	0,094 ***
Structure financière	-0,292 ***	-0,191 ***	0,004	0,005
Rotation du flottant	-0,052	-0,033	0,017 ***	0,017 ***
Indices de concentration				
C5 en droits de vote	-0,319 *	-0,272 *	0,063 ***	
C5 en capital				0,072 ***

Tableau 2. 42 – Performance et concentration – Indice C5 2/2

	Mesure de Sharpe	Mesure de Sharpe	Alpha de Jensen	Alpha de Jensen
R ²	0,190	0,190	0,396	0,397
R ² ajusté	0,162	0,163	0,375	0,376
Signification	F(4,117)=6,85 p<0,01	F(4,117)=6,88 p<0,01	F(4,115)=18,82 p<0,01	F(4,115)=18,94 p<0,01
Données	122	122	120	120
Caractéristiques				
Constante	-0,900	-0,592	-0,150 *	-0,144 *
Risque				
Taux de croissance du CA	26,339 ***	26,007 ***	0,790 ***	0,782 ***
Structure financière	-1,799	-1,804	-0,057 *	-0,057 *
Rotation du flottant	2,190 *	2,180 *	0,058 ***	0,058 ***
Indices de concentration				
C5 en droits de vote	12,371 *		0,304 **	
C5 en capital		13,739 *		0,339 **

Tableau 2. 43 – Performance et concentration – Indice de Herfindhal 1/3

	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R ²	0,325	0,328	0,325	0,330
R ² ajusté	0,295	0,298	0,295	0,300
Signification	F(5,115)=11,06 p<0,01	F(5,112)=10,95 p<0,01	F(5,112)=10,80 p<0,01	F(5,112)=11,02 p<0,01
Données	121	118	118	118
Caractéristiques				
Constante	0,145 ***	0,227 ***	0,232 ***	0,242 ***
Risque	0,036 ***	-10,840 ***	-10,929 ***	-10,984 ***
Taux de croissance du CA	-0,017	0,100 **	0,100 **	0,094 **
Structure financière	-0,037 ***	0,007	0,006	-0,011
Rotation du flottant	0,003	0,005	0,005	0,006
Indices de concentration				
Herfindhal en droits de vote	0,057 *	0,071 *		0,068 *
Herfindhal en capital			0,083 *	

Tableau 2. 44 – Performance et concentration – Indice de Herfindhal 2/3

	Mesure de Sharpe	Mesure de Sharpe	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,197	0,190	0,409	0,409
R ² ajusté	0,170	0,162	0,383	0,383
Signification	F(4,117)=7,18 p<0,01	F(4,117)=6,85 p<0,01	F(5,112)=15,51 p<0,01	F(5,112)=15,53 p<0,01
Données	121	121	118	118
Constante	1,678	2,633	0,098 ***	0,100 ***
Risque			-5,781 ***	-5,876 ***
Caractéristiques				
Taux de croissance du CA	26,719 ***	26,950 ***	0,101 ***	0,101 ***
Structure financière	-1,771	-1,656	0,004	0,005
Rotation du flottant	2,236 *	2,080 *	0,016 ***	0,015 ***
Indices de concentration				
Herfindhal en droits de vote	15,184 **		0,054 **	
Herfindhal en capital		16,654 *		0,069 **

Tableau 2. 45 – Performance et concentration – Indice de Herfindhal 3/3

	Alpha de Jensen	Alpha de Jensen
R ²	0,404	0,400
R ² ajusté	0,383	0,379
Signification	F(4,115)=19,46 p<0,01	F(4,115)=19,17 p<0,01
Données	120	120
Constante	-0,082	-0,070
Risque		
Caractéristiques		
Taux de croissance du CA	0,803 ***	0,805 ***
Structure financière	-0,056 *	-0,054 *
Rotation du flottant	0,059 ***	0,057 ***
Indices de concentration		
Herfindhal en droits de vote	0,358 ***	
Herfindhal en capital		0,434 ***

Tableau 2. 46 – Performance et concentration – Flottant 1/2

	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R ²	0,412	0,394	0,325	0,328
R ² ajusté	0,385	0,367	0,295	0,298
Signification	F(5,112)=15,67 p<0,01	F(5,113)=14,70 p<0,01	F(5,112)=10,79 p<0,01	F(5,112)=10,93 p<0,01
Données	118	119	118	118
Constante	0,141 ***	0,157 ***	0,281 ***	0,294 ***
Risque	-6,031 ***	-6,071 ***	-11,100 ***	-11,247 ***
Caractéristiques				
Taux de croissance du CA	0,100 ***	0,097 ***	0,100 **	0,094 **
Structure financière	0,004	0,004	0,005	-0,012
Rotation du flottant	0,016 ***	0,016 ***	0,005	0,006
Indices de concentration				
Flottant en droits de vote	-0,048 **		-0,055 *	-0,055 *
Flottant en capital		-0,067 ***		

Tableau 2. 47 – Performance et concentration – Flottant 2/2

	Mesure de Sharpe	Mesure de Sharpe	Alpha de Jensen	Alpha de Jensen
R ²	0,193	0,190	0,403	0,402
R ² ajusté	0,166	0,163	0,382	0,381
Signification	F(4,117)=7,02 p<0,01	F(4,117)=6,87 p<0,01	F(4,115)=19,4 p<0,01	F(4,115)=19,35 p<0,01
Données	122	122	120	120
Caractéristiques				
Constante	11,768 ***	12,875 ***	0,164 ***	0,201 ***
Risque				
Taux de croissance du CA	26,247 ***	26,221 ***	0,787 ***	0,783 ***
Structure financière	-1,610	-1,582	-0,053 *	-0,052 *
Rotation du flottant	2,210 *	2,161 *	0,059 ***	0,059 ***
Indices de concentration				
Flottant en droits de vote	-11,748 *		-0,294 ***	
Flottant en capital		-12,411 *		-0,330 ***

Afin de mesurer la force de ces résultats, nous procédons à des tests de contrôle de l'influence de la concentration sur la performance à partir des sous-échantillons par type d'entreprise²⁷¹.

Seuls les modèles les plus significatifs sont présentés (tableaux 2.48 à 2.56).

En ce qui concerne les sociétés familiales, seule la rentabilité des fonds propres en valeur de marché exhibe un lien positif avec la concentration de l'actionnariat. De plus, l'analyse en termes de droits de vote conforte l'influence du contrôle sur la performance financière des entreprises, ce que l'analyse en terme propriété ne laisse pas transparaître. En dehors de cet indicateur, la concentration du pouvoir aux mains des dirigeants propriétaires ne présente pas de lien significatif avec la création de valeur actionnariale, ou tout du moins ne se reflète pas dans le cours des titres (tableau 2.48).

²⁷¹ Les tests ne sont pas effectués sur le sous-échantillon des sociétés dirigées par leurs salariés en raison du faible nombre d'observations.

Tableau 2. 48 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises familiales

Entreprises familiales	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
	R ²	0,467	0,451	0,459
R ² ajusté	0,421	0,404	0,413	0,413
Signification	F(5,58)=10,17 p<0,01	F(5,58)=9,53 p<0,01	F(5,58)=9,86 p<0,01	F(5,58)=9,88 p<0,01
Données	64	64	64	64
Caractéristiques				
Constante	0,052 **	0,027	0,101 ***	0,060 ***
Risque	-4,096 ***	-4,290 ***	-4,385 ***	-4,282 ***
Taux de croissance du CA	0,146 ***	0,143 ***	0,146 ***	0,147 ***
Structure financière	0,005	0,005	0,005	0,005
Rotation du flottant	0,034 ***	0,036 ***	0,036 ***	0,034 ***
Indices de concentration				
Herfindhal en droits de vote	0,057 **			
C5 en droits de vote		0,070 *		
Flottant en droits de vote			-0,070 *	
Herfindhal en capital				0,062 *

L'analyse des firmes managériales est riche d'enseignement (tableaux 2.49 à 2.51) : d'une part, la concentration des actionnaires de contrôle impacte négativement la rentabilité économique (pour les mesures de Herfindhal en droits de vote et en capital, et pour l'indice C5 en capital, aux seuils de 10%), d'autre part la dispersion du capital et des droits de votes mesurée par le flottant met en évidence une relation négative avec la rentabilité des fonds propres en valeur de marché et en valeur comptable (aux seuils de 5%). On note également un faible impact positif (au seuil de 10%) de l'indice C5 en capital avec la rentabilité des fonds propres en valeur de marché.

Ici, l'effet principal est lié à la dispersion du capital, l'augmentation marginale de la concentration étant de faible ampleur. Il n'en reste pas moins que l'on décèle une influence négative (quoique peu significative) des actionnaires de contrôle sur la performance économique de la firme, que l'on peut supposer liée à l'appropriation de bénéfices privés facilitée par l'éparpillement de l'actionnariat, et ce d'autant plus que leur participation en capital est réduite. Enfin, l'expropriation potentielle des actionnaires minoritaires par les dirigeants peut se déduire de la piètre performance en terme de rentabilité des fonds propres et de l'influence négative du flottant.

L'analyse des firmes managériales conforte toutefois par extension l'importance de la concentration dans la mesure où la dispersion se traduit par une faible performance économique et financière. Ainsi, la concentration n'est pas une condition suffisante en soi de performance, mais protège indirectement des conséquences néfastes de la dispersion.

Tableau 2. 49 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises managériales 1/3

Entreprises managériales	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur comptable
R^2	0,500	0,493	0,504
R^2 ajusté	0,416	0,409	0,421
Signification	F(5,30)=5,99 p<0,01	F(5,30)=5,84 p<0,01	F(5,30)=6,09 p<0,01
Données	36	36	36
Caractéristiques			
Constante	0,174 ***	0,169 ***	0,183 ***
Risque	0,033 ***	0,033 ***	0,032 ***
Taux de croissance du CA	0,025	0,024	0,021
Structure financière	-0,039 ***	-0,040 ***	-0,036 ***
Rotation du flottant	-0,002	-0,001	-0,001
Indices de concentration			
Herfindhal en droits de vote	-0,450 *		
Herfindhal en capital		-0,476 *	
C5 en capital			-0,133 *

Tableau 2. 50 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises managériales 2/3

Entreprises managériales	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R^2	0,878	0,873	0,886
R^2 ajusté	0,858	0,852	0,867
Signification	F(5,30)=43,18 p<0,01	F(5,30)=41,20 p<0,01	F(5,30)=48,79 p<0,01
Données	36	36	36
Caractéristiques			
Constante	0,536 ***	0,280 ***	0,593 ***
Risque	-14,041 ***	-13,822 ***	-13,689 ***
Taux de croissance du CA	0,071	0,070	0,060
Structure financière	-0,226 ***	-0,238 ***	-0,228 ***
Rotation du flottant	0,028 *	0,029 *	0,029 *
Indices de concentration			
Flottant en droits de vote	-0,242 **		
C5 en capital		0,253 *	
Flottant en capital			-0,315 **

Tableau 2. 51 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises managériales 3/3

Entreprises managériales	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R^2	0,980	0,980	0,929	0,932
R^2 ajusté	0,977	0,977	0,917	0,921
Signification	F(5,30)=296,11 p<0,01	F(5,30)=293,52 p<0,01	F(5,30)=78,01 p<0,01	F(5,30)=82,13 p<0,01
Données	36	36	36	36
Caractéristiques				
Constante	0,969 ***	0,974 ***	1,835 ***	1,972 ***
Risque	-19,217 **	-17,810 **	-40,252 ***	-38,752 ***
Taux de croissance du CA	-0,213	-0,216	-0,042	-0,070
Structure financière	-0,243 ***	-0,243 ***	-1,007 ***	-1,014 ***
Rotation du flottant	0,045	0,043	0,051	0,053
Indices de concentration				
Flottant en droits de vote	-0,497 **		-0,799 **	
Flottant en capital		-0,524 **		-0,986 **

La concentration de l'actionariat au sein des firmes contrôlées par un établissement financier fait ressortir un intérêt particulier et une influence positive sur la rentabilité économique (tableaux 2.52 à 2.54). Ce résultat soutient (faiblement) la thèse de Jensen [1986] de gestion des coûts d'agence par la dette, sous l'hypothèse que les institutions financières au capital des entreprises soient également en relation d'affaires avec elle. Ce résultat semble en contradiction avec l'analyse du lien entre la performance économique et le type de firme faisant état d'une relation négative, sauf à considérer que les institutions financières soutiennent les entreprises en situation de crise. Il convient de noter toutefois que les résultats des tests restent dans l'ensemble faiblement significatifs, de même pour l'influence du flottant.

Tableau 2. 52 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises contrôlées par un établissement financier 1/3.

Entreprises contrôlées par une institution financière		Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur comptable
	R ²	0,898	0,899	0,934	0,918
	R ² ajusté	0,729	0,731	0,823	0,782
	Signification	F(5,3)=5,3 p>0,1	F(5,3)=5,36 p<0,1	F(5,3)=8,44 p<0,1	F(5,3)=6,74 p<0,1
	Données	9	9	9	9
Caractéristiques	Constante	0,161 **	0,029	0,410 **	0,488 **
	Risque	0,097 **	0,173 **	0,130 **	0,143 **
	Taux de croissance du CA	-0,934 **	-1,238 **	-0,907 **	-0,990 **
	Structure financière	-0,237 *	-0,270 *	-0,268 **	-0,304 **
	Rotation du flottant	0,074 *	0,110 *	0,066 **	0,069 *
Indices de concentration	Herfindhal en droits de vote	0,268 *			
	C5 en droits de vote		0,370 *		
	Flottant en droits de vote			-0,327 **	
	Flottant en capital				-0,411 *

Tableau 2. 53 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises contrôlées par un établissement financier 2/3

Entreprises contrôlées par une institution financière		Rentabilité économique en valeur de marché	Rentabilité économique en valeur de marché	Rentabilité économique en valeur de marché	Rentabilité économique en valeur de marché
R^2		0,937	0,929	0,953	0,960
R^2 ajusté		0,831	0,810	0,876	0,892
Signification		F(5,3)=8,89 p<0,1	F(5,3)=7,84 p<0,1	F(5,3)=12,27 p<0,05	F(5,3)=14,25 p<0,05
Données		9	9	9	9
Caractéristiques	Constante	0,080 *	0,232 **	0,093 **	0,301 **
	Risque	0,060 **	0,081 **	0,066 **	0,090 ***
	Taux de croissance du CA	-0,651 **	-0,623 **	-0,743 ***	-0,691 ***
	Structure financière	-0,107 *	-0,119 *	-0,146 **	-0,153 **
	Rotation du flottant	0,058 **	0,051 **	0,064 **	0,055 **
Indices de concentration	Herfindhal en droits de vote	0,178 *			
	Flottant en droits de vote		-0,196 *		
	Herfindhal en capital			0,268 **	
	Flottant en capital				-0,278 **

Tableau 2. 54 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises contrôlées par un établissement financier 3/3

Entreprises contrôlées par une institution financière		Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R^2		0,961
R^2 ajusté		0,896
Signification		F(5,3)=14,74 p<0,05
Données		9
Caractéristiques	Constante	0,455 **
	Risque	-18,150 **
	Taux de croissance du CA	-0,624
	Structure financière	-0,507 **
	Rotation du flottant	0,058
Indices de concentration	Herfindhal en capital	0,671 *

L'appréciation du rôle de la concentration lorsque l'Etat est actionnaire principal est moins directe et fortement dépendante de la mesure de concentration utilisée. Ainsi, la concentration est positive pour la rentabilité économique et la rentabilité des fonds propres en valeur comptable mais négative pour le Q de Tobin *ex post* et le ratio de Marris *ex post*. Enfin, le flottant en droits de vote est relié négativement à la rentabilité des fonds propres en valeur comptable tandis qu'il influence positivement le ratio de Marris *ex post*.

Tableau 2. 55 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises contrôlées par l'Etat

1/2

Entreprises contrôlées par l'Etat	Rentabilité économique en valeur comptable		
	Q de Tobin ex post	Q de Tobin ex post	Q de Tobin ex post
R ²	1,000	1,000	1,000
R ² ajusté	0,998	0,999	0,999
Signification	F(5,1)=503 p<0,05	F(5,1)=1249,51 p<0,05	F(5,1)=1579,58 p<0,02
Données	7	7	7
Caractéristiques			
Constante	-0,131	1,815 **	1,356 ***
Risque	0,257 **	-0,230 **	-0,380 **
Taux de croissance du CA	-0,938 **	-0,807 *	-0,442
Structure financière	0,019	-0,723 **	-0,788 ***
Rotation du flottant	0,022 *	0,009	0,007
Indices de concentration			
Herfindhal en droits de vote	0,773 *		
C5 en capital		-0,456 *	
Flottant en capital			0,593 *

Tableau 2. 56 – Performance et concentration – Sous-échantillon Entreprises contrôlées par l'Etat

2/2

Entreprises contrôlées par l'Etat	Ratio de Marris ex post	Ratio de Marris ex post	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
	R ²	1,000	1,000	1,000
R ² ajusté	1,000	1,000	1,000	1,000
Signification	F(5,1)=9913,04 p<0,01	F(5,1)=16283,19 p<0,01	F(5,1)=21884,03 p<0,01	F(5,1)=118578,2 p<0,01
Données	7	7	7	7
Caractéristiques				
Constante	4,776 ***	-0,044	-0,308 ***	-0,376 ***
Risque	-1,681 ***	-3,249 ***	35,028 ***	33,565 ***
Taux de croissance du CA	6,468 ***	10,304 ***	0,052 *	0,034 **
Structure financière	1,128 ***	0,443 ***	0,214 ***	0,192 ***
Rotation du flottant	-0,805 ***	-0,823 ***	-0,085 ***	-0,076 ***
Indices de concentration				
Flottant en droits de vote			-0,062 **	
C5 en capital	-4,796 ***			0,105 **
Flottant en capital		6,230 ***		

En synthèse, la concentration seule (indifféremment la dispersion) du capital et du contrôle semble jouer un rôle positif (négatif) sur la performance des sociétés. Les tests effectués ensuite par type d'entreprise n'apportent pas de résultat concluant si ce n'est pour le sous-échantillon des firmes managériales exhibant des résultats robustes sur l'incidence négative de l'atomisation des participations des actionnaires.

Ces résultats nous amènent à supposer une relation complexe entre la structure de propriété et la performance des sociétés. Plus important encore, l'incidence significative de la dispersion de l'actionnariat relativement à la faiblesse des relations faisant jouer la concentration laisse conjecturer l'existence soit de la non linéarité de la relation entre concentration et

performance, soit de la présence de facteurs d'influence supplémentaires, soit d'un coût de la concentration.

Pour étayer cette interrogation, nous choisissons d'effectuer des tests de linéarité de la relation, de l'influence de la séparation entre les droits de contrôle et les droits pécuniaires, ou encore de la multiplicité d'actionnaires contrôlant, susceptibles d'apporter un éclairage supplémentaire sur les déterminants de la performance des sociétés. Nous prolongeons bien évidemment l'analyse à l'appréhension du conseil d'administration.

LA NON LINÉARITÉ DE LA RELATION CONCENTRATION/ PERFORMANCE : LE TEST DE MORCK, SHLEIFER ET VISHNY [1988]

Morck, Shleifer et Vishny [1988] se posent en détracteurs de la conclusion de Demsetz et Lehn [1985] sur l'absence de relation entre la concentration de la propriété et le taux de profit des sociétés. Les auteurs supportent l'hypothèse de non linéarité de la relation entre le Q de Tobin et la proportion de capital détenue par le conseil d'administration. Ainsi, la concentration du capital aurait dans un premier temps un impact positif jusqu'au seuil de 5%, puis négatif dans un deuxième temps entre 5% et 25% et enfin positif à nouveau au-delà de 25%. Autrement dit, la thèse de convergence prévaudrait jusqu'au seuil de 5% du capital de la société, puis la thèse de l'enracinement entre les seuils de 5% et de 25%, et enfin la convergence des intérêts prédominerait à nouveau au-delà de 25%. L'idée implicite serait donc qu'une participation minimale inciterait l'alignement des intérêts avec ceux de actionnaires, la faiblesse de la participation ne permettant pas d'avoir de réel pouvoir au sein de l'entreprise. En revanche, à partir du seuil de 5%, la participation permettrait d'accéder à un degré de contrôle significatif, nécessaire à l'appropriation de bénéfices privés dont le coût serait peu supporté par l'actionnaire. Enfin, à partir du seuil de 25%, la participation serait suffisante pour que l'actionnaire soit incité à l'objectif de maximisation de la valeur de la firme en raison de droits pécuniaires conséquents.

Charreaux [1997] souligne deux obstacles majeurs à la généralisation des travaux de Morck, Shleifer et Vishny [1988]. D'une part, « *la justification théorique des deux seuils est faible, elle s'appuie sur la réglementation de la SEC qui rend obligatoire la publicité légale pour les participations supérieures à 5% et sur l'argument [...] selon lequel, au-delà de 20-30%, une prise de contrôle inamicale ne peut réussir* », page 68. D'autre part, non seulement la relation au-delà du seuil de 25% n'est pas significative au seuil de 5%, mais l'utilisation du taux de

profit comme mesure de performance amoindrit la portée des résultats. L'auteur procède au réexamen de la relation mise en évidence par Morck, Shleifer et Vishny, sur le marché parisien, en adoptant pour seuils 30% et 50% pour le pourcentage de capital représenté par le conseil d'administration, et 20% et 50% pour le pourcentage représenté par les dirigeants²⁷². Les résultats supporteraient plutôt l'absence de relation significative, ou au mieux en faveur de l'hypothèse de l'enracinement pour les conseils d'administration représentant plus de 50% du capital des sociétés.

Nous nous inscrivons également dans l'étude de la non-linéarité potentielle de la relation entre la performance des sociétés et la concentration du capital et du contrôle. Les tests menés concernent à la fois la structure de propriété et la représentativité du conseil, en termes de droits pécuniaires et de contrôle. En raison de la forte concentration de notre échantillon, nous suivons la méthodologie de Charreaux [1997] en prenant pour seuils celui de la minorité de blocage ($33^{1/3}\%$), et celui de la majorité absolue (50%), en soulignant également que ce choix est arbitraire et peut porter à discussion. L'objectif affiché est la vérification de l'hypothèse de Morck, Shleifer et Vishny [1988].

Seuls les résultats significatifs sont présentés (tableaux 2.57 à 2.59).

Tableau 2. 57 – Test de la non linéarité de la relation concentration/performance – Concentration du capital

	Q de Tobin ex ante	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,381	0,322	0,400
R ² ajusté	0,342	0,281	0,362
Signification	F(7,109)=9,599 p<0,01	F(7,114)=7,751 p<0,01	F(7,111)=10,555 p<0,01
Données	117	122	119
Caractéristiques			
Constante	1,307 ***	0,184 ***	0,073 ***
Risque	0,011	0,039 ***	-6,333 ***
Taux de croissance du CA	0,019	0,001	0,092 ***
Structure financière	-0,291 ***	-0,035 ***	0,004
Rotation du flottant	-0,054	-0,001	0,017 ***
Concentration du capital			
C5 -]0 / $33^{1/3}$]	0,485	-0,148	0,169 *
C5 -] $33^{1/3}$ / 50]	-2,372 *	0,497 *	-0,260
C5 -]50 / 100]	2,031	-0,513 **	0,207

²⁷² Charreaux [1997] souligne également le peu de justification théorique des seuils de participation, le choix prenant source dans les seuils approximatifs de minorité de blocage et de majorité absolue.

Tableau 2. 58 – Test de la non linéarité de la relation concentration/performance – Concentration des droits de vote

		Q de Tobin <i>ex ante</i>
R ²		0,407
R ² ajusté		0,369
Signification		F(7,109)=10,69 p<0,01
Données		117
Constante		1,180 ***
Risque		0,013
Caractéristiques	Taux de croissance du CA	-0,037
	Structure financière	-0,301 ***
	Rotation du flottant	-0,070
	Concentration des droits de vote	
C5 -]0 / 33 ^{1/3}]	1,596 **	
C5 -]33 ^{1/3} / 50]	-4,893 ***	
C5 -]50 / 100]	3,475 **	

Tableau 2. 59 – Test de la non linéarité de la relation concentration/performance – Représentativité du conseil en capital

		Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²		0,340	0,416
R ² ajusté		0,299	0,378
Signification		F(7,113)=8,136 p<0,01	F(7,110)=11,172 p<0,01
Données		121	118
Constante		0,155 ***	0,087 ***
Risque		0,037 ***	-5,900 ***
Caractéristiques	Taux de croissance du CA	-0,007	0,097 ***
	Structure financière	-0,036 ***	0,004
	Rotation du flottant	0,002	0,015 ***
	Représentativité du conseil en capital		
C5 -]0 / 33 ^{1/3}]	-0,076	0,122 *	
C5 -]33 ^{1/3} / 50]	0,419 *	-0,237	
C5 -]50 / 100]	-0,400 *	0,220	

En dehors de la relation entre la concentration des droits de vote et le Q de Tobin *ex ante* qui apporte un soutien significatif à la thèse de convergence des intérêts en deçà du seuil de 33^{1/3}%, la primauté des coûts d'enracinement entre 33^{1/3}% et 50% et à nouveau la convergence au-delà de 50%, la prise en compte d'autres mesures de performance n'est pas concluante et contradictoire à l'analyse de Morck, Shleifer et Vishny [1988].

LE DEGRÉ DE SÉPARATION ENTRE LA PROPRIÉTÉ ET LE CONTRÔLE DE L'ENTREPRISE

La constitution d'une base de données sur la structure de contrôle en droits de vote permet d'affiner l'analyse en étudiant l'importance de la séparation entre la propriété et le contrôle de l'entreprise des actionnaires importants.

Le tableau 2.60 présente plusieurs mesures de cette séparation :

- Un indicateur global, l'indice de distorsion initiale – le rapport entre le nombre de droits de vote et le nombre de titres (cette mesure peut légèrement être inférieure à 1 en raison des titres d'autocontrôle et d'autodétention²⁷³) – avec le pourcentage de sociétés ayant recours à la procédure d'octroi de droits de vote doubles aux actionnaires stables après une période de temps déterminée ;
- Un indicateur du contrôle disproportionné du premier actionnaire eu égard à sa participation relativement aux actionnaires minoritaires – le rapport entre d'une part le ratio du nombre de droits de vote par le nombre de titres détenus par l'actionnaire principal et d'autre part le ratio du nombre de droits de vote par le nombre de titres du flottant. Cet indicateur a pour limite théorique 2, correspondant à la situation où la totalité des actions de l'actionnaire de contrôle bénéficient d'un droit de vote double avec des actionnaires minoritaires détenant uniquement des titres à droit de vote simple. En pratique, le retrait des droits de vote aux actions d'autocontrôle et autodétenues implique qu'il puisse être légèrement supérieur à 2 en fonction de l'importance de ce type d'actions ;
- Un indicateur du contrepouvoir potentiel du deuxième actionnaire des sociétés – l'écart de droits de votes en pourcentage entre le premier et le deuxième actionnaires.

²⁷³ Nous ne le précisons pas par la suite mais les indicateurs suivants intègrent également la présence potentielle d'actions autodétenues ou d'autocontrôle.

Tableau 2. 60 – Le degré de séparation entre le contrôle et la propriété des entreprises

	Ensemble											
	Famille		Financier		Non Contrôlé		Etat		Salariés		Ensemble	
	68		9		36		7		3		123	
	Ratio	%	Ratio	%	Ratio	%	Ratio	%	Ratio	%	Ratio	%
	1,45	89,71%	1,17	33,33%	1,06	55,56%	1,18	57,14%	1,22	100,00%	1,29	73,98%
Distorsion initiale	1,52		1,00		1,01		1,11		1,24		1,25	
	0,99		0,94		0,81		0,99		1,11		0,81	
	1,87		1,61		1,28		1,60		1,30		1,87	
	1,72		1,31		1,33		1,46		1,68		1,56	
Distorsion A1 / Public	1,87		1,00		1,00		1,61		1,82		1,82	
	0,95		1,00		0,80		1,00		1,22		0,80	
	2,05		1,98		1,99		1,98		2,00		2,05	
	56,59%		36,85%		6,84%		28,50%		13,34%		37,93%	
Ecart A1A2	59,72%		17,99%		2,80%		31,24%		10,93%		37,77%	
Droits de vote	2,59%		7,23%		0,00%		10,25%		10,77%		0,00%	
	87,69%		75,11%		29,63%		52,27%		18,31%		87,69%	

Les résultats établissent clairement une spécificité des entreprises françaises à user du mécanisme de droits de vote doubles : 73,98% des sociétés de l'échantillon l'ont instauré dans leurs statuts, impliquant une distorsion de 1,29 en moyenne (autrement dit, un nombre de droits de vote de 29% supérieur au capital détenu par les actionnaire). De plus, les degrés de distorsion du contrôle ne sont pas homogènes entre les classes d'entreprises (tableau 2.61).

Tableau 2. 61 – Résultats des tests de Kruskal-Wallis sur la comparaison de la distorsion du contrôle par types de firmes

	$\chi^2(3)$	Signification	Résultat
Mesures de distorsion du contrôle			
Distorsion initiale	47,930	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
Distorsion A1 / Public	17,986	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
Ecart A1A2 en droits de vote	70,775	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%

Comme on pouvait le supposer, les entreprises familiales (ainsi que celles détenues par leurs salariés) présentent la plus forte distorsion initiale, 1,45 en moyenne, l'effet étant encore plus marqué si l'on s'en tient à la médiane (1,52). De plus, les sociétés familiales sont les plus nombreuses (si l'on excepte les entreprises salariales) à avoir établi l'octroi de droits de vote doubles (89,71%). Les fondateurs et les salariés sont donc plus à même de vouloir conserver le contrôle de leur entreprise à but dynastique pour les premiers et de conservation de leur outil de production pour les seconds.

De même, les entreprises non contrôlées présentent la plus faible distorsion (1,06), bien que le nombre d'entreprises recourant aux actions à droits de vote supérieurs reste important. La raison en est également mécanique puisque l'importance du flottant – par définition les

actionnaires ayant un horizon d'investissement *a priori* court terme – traduit celle du nombre d'actions ordinaires.

L'Etat bénéficie également d'un renforcement de son pouvoir dans les sociétés qu'il contrôle, les raisons ici étant bien entendu à rechercher dans le caractère stable de ses participations et l'objectif de contrôle de secteurs clés.

Enfin, les sociétés financières de l'échantillon sont celles qui usent le moins d'actions à droits de vote supérieurs, signifiant soit qu'elles n'ont pas pour objectif de conserver le contrôle de l'entreprise, soit que leur présence au capital de ces sociétés est suffisamment récente pour qu'elles n'aient pas encore bénéficié de la démultiplication de leur pouvoir de vote.

L'étude du pouvoir disproportionné de l'actionnaire principal accentue encore l'écart avec les petits porteurs : en moyenne sur l'échantillon, pour un même niveau de participation, l'actionnaire de contrôle dispose d'un pouvoir supérieur de 56%, la moitié d'entre eux exhibant un surcroît de contrôle supérieur à 82%. La mesure globale de la distorsion du contrôle au sein de l'entreprise masque des disparités flagrantes entre l'actionnaire principal et les investisseurs particuliers mais également entre actionnaires de premier rang.

Une fois encore, les entreprises familiales et salariales exposent les plus grands écarts relatifs entre le premier actionnaire et le public. La hiérarchie mise en évidence sur la distorsion initiale subsiste, la différence résidant dans une amplitude plus marquée de la distorsion, particulièrement pour les firmes contrôlées par l'Etat.

L'écart de droits de vote entre l'actionnaire principal et son successeur immédiat permet d'illustrer le confinement du pouvoir au sein des entreprises familiales. L'observation des médianes est particulièrement révélatrice : pour la moitié des entreprises familiales, le premier actionnaire dispose du contrôle majoritaire sans conteste possible, le deuxième actionnaire ayant un pouvoir peu significatif en rapport.

Cet écart est le plus faible pour les entreprises non contrôlées, mais dans l'ensemble, l'actionnaire principal ne souffre pas de contrepouvoir réel, le deuxième actionnaire ayant un degré de contrôle en moyenne 6 fois moins important (tableau 2.62).

De même, en présentant les participations des 5 premiers actionnaires, ce même tableau met en perspective le pouvoir de la coalition de contrôle des 4 actionnaires suivant l'actionnaire référent (les participations inférieures à 0,1% sont écartées de l'analyse).

Tableau 2. 62 – Participations et contrôle des cinq premiers actionnaires

		Ensemble											
		Famille		Financier		Non Contrôlé		Etat		Salariés		Ensemble	
		68		9		36		7		3		123	
		Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote
A1	Moyenne	53,0%	63,0%	40,7%	45,3%	11,2%	14,1%	36,2%	41,7%	22,1%	28,3%	38,1%	45,3%
	Mediane	55,8%	66,2%	29,5%	31,4%	9,4%	12,1%	34,5%	45,5%	18,5%	25,0%	36,7%	45,5%
A2	Moyenne	6,1%	6,4%	8,2%	8,4%	6,5%	7,3%	12,4%	13,2%	11,1%	14,9%	6,8%	7,4%
	Mediane	5,1%	5,1%	6,6%	7,1%	4,2%	4,8%	9,5%	13,8%	9,2%	14,1%	5,0%	5,2%
A3	Moyenne	2,5%	2,3%	3,2%	3,6%	3,3%	3,3%	2,8%	3,0%	5,0%	5,1%	2,9%	2,8%
	Mediane	0,3%	0,3%	0,4%	0,6%	2,1%	2,2%	2,0%	2,3%	5,0%	4,6%	1,3%	1,2%
A4	Moyenne	0,7%	0,7%	2,2%	2,4%	1,6%	1,6%	2,0%	1,4%	1,6%	1,7%	1,2%	1,1%
	Mediane	-	-	-	-	0,1%	0,1%	-	-	-	-	-	-
A5	Moyenne	0,3%	0,3%	1,8%	2,0%	1,0%	1,0%	-	-	0,1%	0,1%	0,6%	0,6%
	Mediane	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A2-A5	Moyenne	9,6%	9,7%	15,5%	16,5%	12,5%	13,1%	17,3%	17,6%	17,8%	22,0%	11,5%	11,9%
	Mediane	6,6%	6,7%	7,1%	7,6%	8,2%	7,8%	20,2%	22,3%	15,2%	18,7%	7,6%	8,0%

Dans l'ensemble, les actionnaires de second rang (les actionnaires de contrôle autres que l'actionnaire de référence) ne disposent pas de réel poids sur le plan individuel, et présentent un contrepouvoir relativement faible même si leurs participations sont agrégées dans le cadre d'une coalition, leur contrôle s'avérant en moyenne 3,8 fois moindre que celui du premier actionnaire. Par contre, les rapports de force sont sensiblement différents en fonction du type de firmes.

L'écart le plus important se situe sans surprise au niveau des sociétés familiales, le groupe fondateur ayant le contrôle dans un rapport moyen de 6,5 contre 1 avec la coalition supposée des autres actionnaires importants.

De la même manière, le contrepouvoir relatif en cas d'entente des actionnaires de second rang est le plus fort au sein des sociétés non contrôlées, à l'actionnariat plus diffus par définition. Enfin, les entreprises contrôlées par les salariés, l'Etat ou encore une institution financière présentent des contrepouvoirs relativement plus importants, respectivement dans cet ordre décroissant.

L'étude des rapports de pouvoir entre actionnaires ainsi que le mécanisme de renforcement du contrôle des actions à droits de vote doubles constitue un prolongement naturel et s'inscrit en droite ligne dans la pensée de Gomes et Novaes [1999]. Les auteurs modélisent le partage du contrôle entre plusieurs actionnaires référents comme mécanisme de protection des petits porteurs : « *First, selling shares to controlling shareholders implies that fewer shares have to be sold to minority shareholders to finance the investment. Of course,*

the lower minority stake implies a larger controlling stake, which, in turn, makes the controlling group internalize the firm value to a greater extent. », Gomes et Novaes [1999], page 2. En plus de cette convergence mécanique des intérêts lorsque la concentration de l'actionnariat s'accroît, les auteurs supposent un effet de négociation *ex post* : sous l'hypothèse d'hétérogénéité des actionnaires de contrôle, toute décision non efficiente sera d'autant plus remise en cause par tout autre actionnaire de contrôle jouissant lui-même de bénéfices privés spécifiques. Dans ce cadre, la probabilité d'expropriation individuelle d'un actionnaire référent est diminuée, ce qui renforce l'intérêt collectif de maximisation de la valeur de la firme.

D'un autre point de vue, ce même effet de négociation *ex post* possède un coût non négligeable en présence de dissensions trop importantes pour être surmontées sans perte d'efficience ni encourir le risque de paralysie, empêchant toute prise de décision efficiente.

Bien que laissant les questions du nombre optimal d'actionnaires de contrôle ainsi que du partage du contrôle entre eux sans réponse, Gomes et Novaes [1999] soulignent l'arbitrage nécessaire entre l'internalisation de la rente par les actionnaires importants ainsi que leur surveillance mutuelle et l'inhibition des organes de décision. Leur modèle soulève toutefois l'importance d'un groupe d'actionnaires de contrôle aux intérêts divergents mais d'influence duale sur la valeur de la firme, fonction de leur degré de dissension. Enfin, la présence d'actionnaires minoritaires est plus à même de diminuer ces coûts de dissension en raison d'un arbitrage classique entre d'une part les coûts de dilution (au sens de Jensen et Meckling [1976]) et les coûts de négociation *ex post* dans la mesure où l'accroissement de la participation des petits porteurs confère un pouvoir relatif plus grand au premier actionnaire, pouvant diminuer par suite – toutes choses égales par ailleurs – le contrepouvoir des autres actionnaires de contrôle.

Les travaux de Gomes et Novaes [1999] approfondissent encore les relations entre les actionnaires minoritaires et les actionnaires importants, ainsi que les rapports de force au sein du groupe de contrôle. Ainsi, la présence nécessaire des actionnaires minoritaires ne doit pas s'effectuer au détriment de la stabilité du groupe d'actionnaires contrôlant : les auteurs concluent alors de manière favorable à l'existence de mécanismes stabilisateurs tels les règles de super majorité ou encore les pactes d'actionnaires nécessitant la cooptation de nouveaux acquéreurs potentiels en cas de sortie du capital d'un des membres ; tout autre mécanisme déstabilisateur tel l'octroi de droits de veto augmente au contraire les coûts de dissension. Les auteurs ne traitent pas explicitement des actions à droits de vote double mais on peut leur supposer un effet stabilisateur dans la mesure où la qualité d'actions à droits de vote

supérieurs s'acquiert après une période de détention minimale et que toute cession leur fait perdre ce caractère. Dans ce cadre, la distorsion du contrôle aurait un effet positif en permettant la présence d'actionnaires minoritaires amoindrissant les coûts de dissension, sans perte de pouvoir des actionnaires contrôlant, sous condition bien entendu que les coûts de dilution ne l'emportent pas sur la diminution des coûts de dissension.

Sont donc étudiés les liens potentiels entre la performance des firmes de l'échantillon et la distorsion initiale du contrôle, les rapports de pouvoir entre les deux premiers actionnaires (mesurés en droits de vote), entre l'actionnaire de référence et les actionnaires minoritaires ainsi que la mesure de l'importance du contre-pouvoir des 4 actionnaires suivant le premier à la fois en termes absolu et relatif (tableaux 2.63 à 2.69).

L'incidence de la distorsion initiale du contrôle ainsi que celle entre le premier actionnaire et les actionnaires minoritaires sont étudiées conjointement puisqu'elles réfèrent toutes deux à l'expropriation du contrôle des petits porteurs au profit des actionnaires référents. Il apparaît que le pouvoir disproportionné accordé à l'actionnaire principal relativement aux investisseurs minoritaires impacte positivement la rentabilité économique des sociétés, l'importance de la distorsion initiale ayant de plus une influence positive significative sur les rentabilités boursières mesurées par les ratios de Sharpe et de Jensen (tableaux 2.63 et 2.64).

Tableau 2. 63 – L'incidence de la distorsion initiale propriété/contrôle sur la performance des firmes

	Q de Tobin ex post	Rentabilité économique en valeur comptable	Mesure de Sharpe	Alpha de Jensen
R ²	0,347	0,355	0,202	0,360
R ² ajusté	0,317	0,327	0,175	0,338
Signification	F(5,108)=11,47 p<0,01	F(5,115)=12,67 p<0,01	F(4,117)=7,41 p<0,01	F(4,116)=16,32 p<0,01
Données	114	121	122	121
Caractéristiques				
Constante	0,820	0,057	-12,514	-0,407 **
Risque	-0,024	0,036 ***		
Taux de croissance du CA	-0,108	-0,017	27,462 ***	0,779 ***
Structure financière	-0,264 ***	-0,037 ***	-1,576	-0,043
Rotation du flottant	0,010	0,005	2,162 *	0,050 **
Mesure				
Distorsion initiale	0,295 *	0,080 ***	14,311 **	0,329 ***

Tableau 2. 64 – L'impact du contrôle disproportionné de l'actionnaire référent relativement aux actionnaires minoritaires

	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur de marché
R ²	0,348	0,439
R ² ajusté	0,320	0,414
Signification	F(5,115)=12,28 p<0,01	F(5,110)=17,24 p<0,01
Données	121	116
Caractéristiques		
Constante	0,087 ***	0,051 ***
Risque	0,037 ***	0,026 ***
Taux de croissance du CA	-0,007	0,022
Structure financière	-0,036 ***	0,001
Rotation du flottant	0,003	0,008 ***
Mesure		
Distorsion A1/Public	0,047 ***	0,015 ***

L'étude de l'incidence de la surveillance du second actionnaire conforte faiblement l'intérêt d'accorder un surcroît de contrôle à l'actionnaire référent, tant sur le plan de la rentabilité économique que sur celui de la valeur de marché de la firme (tableaux 2.65 et 2.66). Mais en dehors de l'alpha de Jensen (significatif à 5%), les relations mises en évidence bien que concordantes, restent peu significatives.

Tableau 2. 65 – L'influence des rapports de force entre les deux premiers actionnaires sur la performance des firmes 1/2

	Rentabilité économique en valeur comptable	Mesure de Sharpe	Mesure de Jensen
R ²	0,328	0,190	0,391
R ² ajusté	0,299	0,162	0,369
Signification	F(5,115)=11,24 p<0,01	F(4,117)=6,85 p<0,01	F(4,115)=18,43 p<0,01
Données	121	122	120
Caractéristiques			
Constante	0,143 ***	2,144	-0,066
Risque	0,036 ***		
Taux de croissance du CA	-0,018	26,878 ***	0,809 ***
Structure financière	-0,038 ***	-1,780	-0,056 *
Rotation du flottant	0,003	2,097 *	0,055 ***
Mesure			
Ecart A1/A2 (droits de vote)	0,052 *	10,889 *	0,246 **

Tableau 2. 66 – L'influence des rapports de force entre les deux premiers actionnaires sur la performance des firmes 2/2

	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R^2	0,401	0,329	0,332
R^2 ajusté	0,374	0,299	0,302
Signification	F(5,112)=14,97 p<0,01	F(5,112)=11 p<0,01	F(5,112)=11,13 p<0,01
Données	118	118	118
Caractéristiques			
Constante	0,099 ***	0,225 ***	0,239 ***
Risque	-5,681 ***	-10,784 ***	-10,939 ***
Taux de croissance du CA	0,102 ***	0,098 **	0,092 **
Structure financière	0,004	0,006	-0,012
Rotation du flottant	0,015 ***	0,005	0,006
Mesure			
Ecart A1/A2 (droits de vote)	0,037 *	0,060 *	0,060 *

Enfin, l'appréciation de l'importance du contre-pouvoir²⁷⁴ d'une coalition de contrôle potentielle entre les quatre actionnaires de second rang et l'actionnaire de référence confirme l'importance de ce dernier. Bien que les degrés de signification des relations mises en évidence varient en fonction des mesures de performance, les sens des relations concordent parfaitement (tableaux 2.67 à 2.69).

La conclusion de ces résultats est sans équivoque quant à son interprétation dans le cadre du modèle de Gomes et Novaes [1999] : le contrôle de l'actionnaire de premier rang permet de garantir la prise de décisions efficaces sur le plan économique tandis que la présence de multiples actionnaires importants entraîne des déficiences liées à l'augmentation des coûts de dissension.

Tableau 2. 67 – L'incidence du contre-pouvoir des actionnaires de contrôle de second rang sur la performance des firmes (mesure absolue) 1/2

	Q de Tobin ex ante	Q de Tobin ex post	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur de marché
R^2	0,454	0,339	0,331	0,352
R^2 ajusté	0,429	0,308	0,302	0,323
Signification	F(5,109)=18,14 p<0,01	F(5,109)=11,16 p<0,01	F(5,116)=11,49 p<0,01	F(5,113)=12,25 p<0,01
Données	115	115	122	119
Caractéristiques				
Constante	1,366 ***	1,309 ***	0,181 ***	0,097 ***
Risque	0,054	-0,021	0,038 ***	0,025 ***
Taux de croissance du CA	0,023	-0,097	-0,008	0,036 *
Structure financière	-0,417 ***	-0,267 ***	-0,034 ***	-0,012 ***
Rotation du flottant	-0,019	-0,003	0,000	0,002
Mesure				
A2-A5 en droits de vote	-0,624 **	-0,636 *	-0,160 ***	-0,077 **

²⁷⁴ Les mêmes tests ont été menés à partir de mesures en capital et aboutissent aux mêmes conclusions. En revanche, le nombre de relations mises en évidence est moindre qu'avec l'analyse en terme de contrôle.

Tableau 2. 68 – L'incidence du contre-pouvoir des actionnaires de contrôle de second rang sur la performance des firmes (mesure absolue) 2/2

	Ratio de Marris ex post	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R ²	0,204	0,338	0,342
R ² ajusté	0,169	0,308	0,312
Signification	F(5,114)=5,85 p<0,01	F(5,111)=11,35 p<0,01	F(5,111)=11,53 p<0,01
Données	120	117	117
Caractéristiques			
Constante	1,058 ***	0,259 ***	0,274 ***
Risque	2,166	-10,183 ***	-10,352 ***
Taux de croissance du CA	0,146	0,099 **	0,092 **
Structure financière	-0,169 ***	0,006	-0,013
Rotation du flottant	-0,039	0,002	0,003
Mesure			
A2-A5 en droits de vote	-0,598 *	-0,131 *	-0,129 *

Tableau 2. 69 – L'incidence du contre-pouvoir des actionnaires de contrôle de second rang sur la performance des firmes (mesure relative)

	Rentabilité économique en valeur comptable	Mesure de Sharpe	Alpha de Jensen
R ²	0,345	0,190	0,383
R ² ajusté	0,316	0,162	0,362
Signification	F(5,115)=12,1 p<0,01	F(4,117)=6,84 p<0,01	F(4,115)=17,88 p<0,01
Données	121	122	120
Caractéristiques			
Constante	0,179 ***	9,052 ***	0,083 *
Risque	0,036 ***		
Taux de croissance du CA	-0,021	26,756 ***	0,815 ***
Structure financière	-0,036 ***	-1,445	-0,049
Rotation du flottant	0,003	1,864	0,048 **
Mesure			
A2-A5/A1 en droits de vote	-0,035 ***	-5,559 *	-0,109 **

Au final, trois points essentiels méritent d'être soulignés :

- L'expropriation du contrôle des actionnaires minoritaires ne va pas à l'encontre de leurs intérêts dans la mesure où elle est source de création de valeur économique en accordant une plus grande latitude décisionnelle à l'actionnaire de contrôle.
- Cet espace discrétionnaire est d'autant plus efficient lorsque l'actionnaire référent ne supporte pas de contre-pouvoir réel de la part du deuxième actionnaire important.
- Le degré de contrôle d'une possible coalition des actionnaires de second rang accroît les coûts de dissension, par suite diminue la valeur de la firme.

Il convient toutefois de s'interroger sur les raisons provoquant ici l'alignement des intérêts de l'actionnaire référent avec ceux des actionnaires minoritaires. Une grande partie de l'explication peut se déduire du lien étroit entre la concentration du capital et la distorsion du

contrôle. Le tableau 2.70 illustre pour les sociétés ayant la plus forte déviation de la règle ‘une action-un droit de vote’ le parallèle avec des niveaux élevés de concentration du capital. Cette relation reflète une condition *ex ante* nécessaire d’expropriation *ex post* du contrôle, un pouvoir de vote *ex ante* suffisant pour le renforcer *ex post* au détriment des autres actionnaires.

Tableau 2. 70 – Coefficients de corrélation de Spearman entre le degré de distorsion initiale et la concentration du capital des sociétés disposant d’actions à droits de vote double

	Concentration du capital		
	Indice C5	Indice de Herfindhal	Flottant
Distorsion initiale	0,804 ***	0,795 ***	-0,817 ***

Echantillon : 91 sociétés

Ainsi, on peut supposer que le renforcement du contrôle ne soit pas fondamentalement nuisible à l’intérêt des petits porteurs puisque les actionnaires de contrôle sont fortement impliqués sur le plan pécuniaire. Ou encore, que la divergence d’intérêts issue de la séparation entre la propriété et le contrôle de l’entreprise est suffisamment faible pour être plus que compensée par la diminution des coûts de dissension.

Par conséquent, la forte concentration de la propriété de l’échantillon peut consister un facteur non négligeable de l’influence positive de la distorsion du contrôle.

En revanche, l’incidence négative de l’effet de négociation *ex post* est clairement définie.

Nous développons à présent le degré de représentativité de la structure de propriété au niveau du conseil d’administration.

LE DEGRÉ DE SÉPARATION ENTRE LA PROPRIÉTÉ ET LA DÉCISION : L’INTENSITÉ DU CONTRÔLE DU CONSEIL

L’approfondissement de l’étude des relations de pouvoir au sein des sociétés conduit évidemment à l’appréciation du rôle clé du conseil d’administration (indifféremment du conseil de surveillance) comme organe de surveillance et de contrôle (tableau 2.71).

Sans surprise, les conseils des sociétés familiales montrent la plus grande légitimité de représentation de l’actionnariat, et précisément des membres fondateurs pour la plus grande

partie. De même, les conseils de ce type de firme sont en moyenne de petite taille avec un nombre restreint d'administrateurs indépendants. La composition des conseils reflète l'immixtion du groupe familial dans la gestion en tant qu'actionnaires fondateurs, et la faible ouverture de leur pouvoir.

A l'inverse, la faible représentativité des conseils des sociétés non contrôlées est compensée par un agrandissement du nombre de sièges d'administrateur, notamment au profit d'experts indépendants puisque ces derniers ont un poids majoritaire en moyenne.

Enfin, l'Etat se caractérise par la mise en place de conseils de grande taille, dans l'objectif supposé de rassembler les compétences et l'expertise diverses des administrateurs sur une multiplicité d'intérêts sociétaux.

Dans l'ensemble, les conseils des sociétés représentent en moyenne les intérêts de la moitié de l'actionnariat et intègrent pour un peu plus du tiers des administrateurs indépendants. Il est à noter toutefois que la multiplicité des actionnaires représentés en leur sein atténue la distorsion du contrôle, mais que la disparité semble de mise entre administrateurs représentant les actionnaires familiaux et les autres (tableaux 2.71 et 2.72).

Tableau 2. 71 – Caractéristiques des conseils d'administration et de surveillance – Approche typologique

	Ensemble											
	Famille		Financier		Non Contrôlé		Etat		Salariés		Ensemble	
	68	9	36	7	3	123						
	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote
	57,55%	67,97%	44,48%	48,56%	17,25%	20,49%	40,06%	46,05%	30,57%	39,06%	43,14%	50,70%
Représentation du Conseil	58,84%	71,42%	45,27%	45,36%	11,38%	14,22%	45,13%	48,94%	26,02%	37,07%	45,90%	54,17%
	0,00%	0,00%	10,03%	13,41%	0,01%	0,01%	15,94%	26,31%	18,19%	25,95%	0,00%	0,00%
	88,60%	94,69%	74,06%	77,67%	68,38%	69,40%	56,79%	68,52%	47,51%	54,17%	88,60%	94,69%
	1,21		1,11		1,25		1,22		1,33		1,22	
Distorsion du Conseil	1,19		1,01		1,12		1,08		1,42		1,16	
	0,99		1,00		0,70		1,00		1,14		0,70	
	1,70		1,34		2,01		1,65		1,43		2,01	
	8,0		8,2		11,3		13,0		9,7		9,3	
Taille du Conseil	7		8		11		11		9		9	
	3		6		6		7		8		3	
	17		12		16		21		12		21	
	30,46%		43,10%		56,30%		43,84%		35,65%		39,83%	
Indépendance du Conseil	33,33%		55,56%		54,55%		31,25%		37,50%		40,00%	
	0,00%		0,00%		0,00%		20,00%		25,00%		0,00%	
	87,50%		77,78%		92,86%		100,00%		44,44%		100,00%	

Tableau 2. 72 – Résultats des tests de Kruskal-Wallis sur la comparaison de la structure des conseils par types de firmes

	$\chi^2(3)$	Signification	Résultat
Conseils d'administration et de surveillance			
Représentation du conseil			
<i>En capital</i>	57,972	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
<i>En droits de vote</i>	63,764	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
Distorsion du conseil	2,652	p=0,448	On ne peut rejeter H0
Taille du conseil	25,691	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%
Indépendance du conseil	31,705	p<0,01	On rejette H0 au seuil de 1%

Dans la même perspective qu'avec la concentration de la propriété et du contrôle, des tests ont été menés sur l'influence de la représentativité, de la distorsion du contrôle et de la composition des conseils d'administration et de surveillance sur la performance des sociétés.

Les résultats sont moins concluants mais confortent toutefois l'impact positif de la concentration du contrôle du conseil sur les performances économiques et financières. En revanche, le rôle de la distorsion du contrôle est plus ambigu puisque les tests mettent en évidence une incidence positive pour la rentabilité économique, et négative pour la mesure de Sharpe. En dehors de toute autre relation significative, il n'est pas possible de conclure sans équivoque (tableaux 2.73 et 2.74).

Enfin, la taille et l'indépendance des conseils ne semblent pas avoir d'influence positive sur la performance notamment économique, remettant en cause les hypothèses de mobilisation des compétences et d'objectivité au profit d'une moindre expertise des administrateurs externes et de l'accroissement de la probabilité de situations conflictuelles parallèlement à la représentation d'un plus grand nombre de parties prenantes (tableau 2.75).

Tableau 2. 73 – Performance et représentativité du conseil 1/2

	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur de marché	Mesure de Sharpe	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,359	0,440	0,192	0,407
R ² ajusté	0,325	0,409	0,157	0,375
Signification	F(6,114)=10,64 p<0,01	F(6,110)=14,4 p<0,01	F(5,116)=5,5 p<0,01	F(6,111)=12,68 p<0,01
Données	121	117	122	118
Constante	0,035	0,030	2,856 ***	0,081
Risque	0,037 ***	0,028 ***		-5,690 ***
Caractéristiques Taux de croissance du CA	-0,016	0,019	27,022	0,102 ***
Structure financière	-0,037 ***	0,000	-1,710	0,005
Rotation du flottant	0,004	0,008 ***	2,046 *	0,015 ***
Conseil Droits de vote	0,066 **	0,019	11,370	0,045 **
Distorsion du contrôle	0,076 **	0,030 *	-1,928 *	0,007

Tableau 2. 74 – Performance et représentativité du conseil 2/2

	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2	Alpha de Jensen
R ²	0,334	0,383	0,398
R ² ajusté	0,298	0,350	0,372
Signification	F(6,111)=9,27 p<0,01	F(6,112)=11,61 p<0,01	F(5,114)=15,07 p<0,01
Données	118	119	120
Caractéristiques			
Constante	0,184 ***	0,221 ***	-0,023
Risque	-10,637 ***	-12,040 ***	
Taux de croissance du CA	0,100 **	0,101 **	0,808 ***
Structure financière	0,006	-0,014	-0,055 *
Rotation du flottant	0,005	0,008	0,054 ***
Conseil			
Droits de vote	0,070 **	0,084 **	0,270 **
Distorsion du contrôle	0,020	0,011	-0,072

Tableau 2. 75 – Performance et composition du conseil

	Q de Tobin ex post	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R ²	0,339	0,342	0,374
R ² ajusté	0,303	0,307	0,341
Signification	F(6,108)=9,24 p<0,01	F(6,114)=9,88 p<0,01	F(6,112)=11,16 p<0,01
Données	115	121	119
Caractéristiques			
Constante	1,441 ***	0,201 ***	0,325 ***
Risque	-0,027	0,037 ***	-12,479 ***
Taux de croissance du CA	-0,200	-0,014	0,112 **
Structure financière	-0,268 ***	-0,038 ***	-0,017
Rotation du flottant	0,009	0,004	0,006
Administrateurs			
Nombre	-0,022 *	-0,001	-0,001
Indépendance (%)	-0,019	-0,074 **	-0,076 *

Les tests menés sur la supériorité d'une structure de direction, conseil de surveillance avec directoire ou conseil d'administration concluent à l'absence de prédominance de l'une ou l'autre forme, et ne font pas l'objet de développements supplémentaires pour cette raison.

En revanche, il est intéressant de montrer l'influence de la structure de propriété sur la structure du pouvoir au sein des entreprises, ainsi que sur la composition des conseils d'administration et de surveillance.

STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET REPRÉSENTATION DU CONTRÔLE

De fait, la concentration et le degré de distorsion initiale sont fortement liés : la présence de noyaux durs d'actionnaires, et notamment d'actionnaires référents accentue davantage la séparation entre les structures de propriété et de contrôle (tableau 2.76). L'octroi

de votes différenciés fonction de la durée de détention des titres résulte ainsi d'un objectif de démultiplication du contrôle de l'entreprise, notamment des actionnaires individuels. Fait d'autant plus spécifique que seul le contrôle des personnes physiques est globalement associé de manière positive à la présence de droits de vote doubles, les autres classes d'actionnaires étant plutôt liées de manière négative avec l'amplitude de la séparation de la règle 'une action-un droit de vote' (tableau 2.77).

Tableau 2. 76 – Coefficients de corrélation de Spearman entre la concentration et la distorsion initiale droits pécuniaires/droits de contrôle

		Distorsion initiale
Indices de concentration	C5 en capital	0,595 ***
	Herfindhal en capital	0,633 ***
	Flottant en capital	-0,613 ***
	C5 en droits de vote	0,741 ***
	Herfindhal en droits de vote	0,731 ***
	Flottant en droits de vote	-0,749 ***

Tableau 2. 77 – Coefficients de corrélation de Spearman entre la structure de contrôle catégorielle et la distorsion initiale droits pécuniaires/droits de contrôle

		Distorsion initiale
Structure de contrôle	Total Personnes Physiques	0,688 ***
	Total Etat	-0,241 ***
	Total Institutions Financières	-0,173 *
	Total Sociétés	-0,202 **
	Total Salariés	-0,221 **

La relation entre le degré de séparation de la propriété et du pouvoir et le contrôle des personnes physiques apporte un éclairage supplémentaire sur le rôle positif de la distorsion initiale sur la performance de la firme : la convergence des intérêts des groupes familiaux avec ceux des petits porteurs peut s'expliquer dans une optique patrimoniale et dynastique,

avec un objectif de continuité intergénérationnelle, donc de transmission, des participations familiales.

Enfin, l'introduction de variables sectorielles met en évidence une absence de relation significative avec la distorsion du contrôle : le renforcement du pouvoir au sein de l'entreprise ne semble pas provenir de contraintes externes mais procède bien d'une nature interne.

On peut également s'interroger sur les facteurs d'influence de la composition du conseil d'administration. Des tests sur la taille des conseils ainsi que le degré d'indépendance des administrateurs sont menés.

En premier lieu, la concentration du contrôle doit trouver écho dans une taille minimale du conseil, l'agrégation du contrôle latent se traduisant par une réduction des mêmes membres détenant le contrôle effectif de la société. La mesure de concentration utilisée est celle de l'indice de Herfindhal en droits de vote pour la raison principale qu'elle renvoie au contrôle de l'entreprise en insistant sur les actionnaires de référence, les autres mesures ayant pour biais soit la prise en compte de la participation et non du contrôle en tant que tel, soit l'équipondération ou la surpondération du contrôle des actionnaires minoritaires.

La taille de la société accroissant les ressources sous contrôle des administrateurs, on peut s'attendre à un élargissement idoine de la taille du conseil en raison de la mobilisation nécessaire des compétences requises pour leur gestion. De même, on peut préjuger d'une indépendance plus étendue du conseil en raison de l'intégration de compétences externes non détenues sous condition que la taille s'accompagne d'un élargissement des activités de la société. La taille de l'entreprise a pour approximation le logarithme de la taille de l'actif.

Cette assertion amène à la réflexion sur l'impact du secteur dans lequel évolue l'entreprise au sens où la complexité et le risque de l'activité peuvent accroître le besoin de contrôle de ressources stratégiques au développement voire la survie des firmes. La classification des entreprises selon la nomenclature FTSE ainsi que le risque total mesuré par la volatilité des rendements sont utilisés comme approximations des degrés de complexité et de risque de l'activité. Comme indiqué pour la taille de la société, la mobilisation de compétences externes peut se traduire par un degré d'indépendance du conseil plus important.

Enfin, la structure financière de l'entreprise peut se traduire par une possible immixtion des créanciers dans la gestion de la société lorsque le risque qu'ils encourent atteint des niveaux importants. On peut supposer également qu'ils soient favorables à la présence d'administrateurs indépendants, garants d'une meilleure surveillance quant à l'utilisation de

leurs fonds. A l'inverse, les établissements de crédit peuvent conditionner leur soutien à l'obtention d'un siège d'administrateur pour la même raison.

La variable sectorielle démultipliant les tests, et les tests ne relevant pas d'influence significative, les modèles finaux sont présentés en écartant cette variable.

Dans un premier temps, les modèles testés sont de la forme (tableau 2.78) :

Taille du conseil = $f(\text{Concentration, Taille de la firme, Risque total, Structure financière})$

Indépendance du conseil = $f(\text{Concentration, Taille de la firme, Risque total, Structure financière})$

Avec	Taille du conseil :	Nombre d'administrateurs
	Indépendance du conseil :	% de membres indépendants
	Concentration :	Indice de Herfindhal en droits de vote
	Taille de la firme :	Logarithme du total de l'actif
	Risque total :	Volatilité des rendements sur la période
	Structure financière :	En valeur de marché

Tableau 2. 78 – Les facteurs d'influence de la taille et de la composition du conseil 1/5

	Taille du conseil	Indépendance du conseil
R ²	0,589	0,283
R ² ajusté	0,575	0,258
Signification	F(4,118)=42,22 p<0,01	F(4,118)=11,63 p<0,01
Données	123	123
Constante	-6,918 ***	0,203
Herfindhal en droits de vote	-1,853 *	-0,432 ***
Logarithme du Total de l'actif	1,235 ***	0,020
Risque total	-48,797	3,161
Structure financière	-0,035	-0,024

Ainsi, seules la concentration et la taille de la firme semblent influencer de manières opposées la grandeur et la composition du conseil : d'une part la concentration des droits de contrôle se retrouve au niveau de la composition du conseil par une diminution du nombre de ses membres, l'ouverture du contrôle effectif étant limitée puisque confinée aux mains des actionnaires-administrateurs, d'autre part la taille de la firme nécessite effectivement la mobilisation d'une expertise et de compétences plus importantes.

Afin de mettre en évidence des différences comportementales liées à l'identité des actionnaires de contrôle, diverses mesures par nature de la concentration des droits de vote sont utilisées.

Les modèles testés sont de la forme (tableaux 2.79 à 2.82) :

$$\text{Taille du conseil} = f(\text{Concentration, Taille de la firme, Risque total, Structure financière})$$

$$\text{Indépendance du conseil} = f(\text{Concentration, Taille de la firme, Risque total, Structure financière})$$

Avec

$$\text{Concentration} = \begin{cases} \text{Total des droits de vote des actionnaires individuels} \\ \text{Total des droits de vote de l'Etat} \\ \text{Total des droits de vote des actionnaires institutions financières} \\ \text{Total des droits de vote des actionnaires sociétés} \\ \text{Total des droits de vote des actionnaires salariés} \\ \text{Total en capital des investisseurs institutionnels} \end{cases}$$

Tableau 2. 79 – Les facteurs d'influence de la taille et de la composition du conseil 2/5

	Taille du conseil	Indépendance du conseil	Taille du conseil	Indépendance du conseil
R ²	0,584	0,221	0,589	0,184
R ² ajusté	0,570	0,194	0,575	0,156
Signification	F(4,118)=41,39 p<0,01	F(4,118)=8,35 p<0,01	F(4,118)=42,26 p<0,01	F(4,117)=6,60 p<0,01
Données	123	123	123	122
Constante	-7,480 ***	0,071	-8,663 ***	-0,550 ***
Logarithme du Total de l'actif	1,258 ***	0,025 **	1,296 ***	0,059 ***
Risque total	-40,988	4,985	-35,677	7,946 **
Structure financière	-0,047	-0,027	-0,046	-0,036 *
Participation en droits de vote	Personnes physiques Etat	-1,080 -0,251 ***	3,898 *	-0,490 **

Tableau 2. 80 – Les facteurs d'influence de la taille et de la composition du conseil 3/5

	Taille du conseil	Indépendance du conseil	Taille du conseil	Indépendance du conseil
R ²	0,578	0,136	0,582	0,136
R ² ajusté	0,564	0,106	0,567	0,107
Signification	F(4,118)=40,38 p<0,01	F(4,118)=4,62 p<0,01	F(4,118)=40,99 p<0,01	F(4,118)=4,66 p<0,01
Données	123	123	123	123
Constante	-9,705 ***	-0,425 **	-9,387 ***	-0,418 **
Logarithme du Total de l'actif	1,372 ***	0,051 ***	1,348 ***	0,050 ***
Risque total	-31,969	7,337 **	-32,674	7,283 **
Structure financière	-0,083	-0,035 *	-0,090	-0,035 *
Participation en droits de vote	Institutions financières Sociétés	0,541 -0,001	3,075	0,090

Tableau 2. 81 – Les facteurs d’influence de la taille et de la composition du conseil 4/5

	Taille du conseil	Indépendance du conseil	Taille du conseil	Indépendance du conseil
R ²	0,589	0,136	0,577	0,164
R ² ajusté	0,575	0,107	0,563	0,136
Signification	F(4,118)=42,35 p<0,01	F(4,118)=4,66 p<0,01	F(4,118)=40,30 p<0,01	F(4,118)=5,81 p<0,01
Données	123	123	123	123
Constante	-9,469 ***	-0,422 **	-9,648 ***	-0,388 *
Logarithme du Total de l'actif	1,337 ***	0,050 ***	1,373 ***	0,044 ***
Risque total	-26,125	7,416 **	-30,577	7,027 **
Structure financière	-0,073	-0,035 *	-0,085	-0,031
En droits de vote	Total Salariés	8,022 *	0,136	
En capital	Total Institutionnels		-0,232	0,243 **

Tableau 2. 82 – Les facteurs d’influence de la taille et de la composition du conseil 5/5

	Taille du conseil	Indépendance du conseil	Taille du conseil	Indépendance du conseil
R ²	0,586	0,137	0,586	0,165
R ² ajusté	0,572	0,108	0,572	0,137
Signification	F(4,118)=41,74 p<0,01	F(4,118)=4,70 p<0,01	F(4,118)=41,80 p<0,01	F(4,118)=5,83 p<0,01
Données	123	123	123	123
Constante	-9,878 ***	-0,433 **	-10,238 ***	-0,351 *
Logarithme du Total de l'actif	1,364 ***	0,050 ***	1,433 ***	0,043 ***
Risque total	-30,962	7,333 **	-27,697	6,964 **
Structure financière	-0,077	-0,035 *	-0,121	-0,030
En capital	Total Institutionnels France	2,854	0,085	
	Total Institutionnels Etranger		-2,564	0,300 **

Seules les participations des personnes physiques, de l'Etat ainsi que les institutionnels et les institutionnels étrangers présentent un lien significatif (aux seuils de 1% pour les premiers et 5% pour les autres) avec le degré d'indépendance des administrateurs.

Ainsi, la présence d'investisseurs physiques au capital des firmes se traduit par une forte représentativité de leurs intérêts au sein du conseil d'administration, de manière directe ou non. Dans la majorité des cas, les conseils d'administration sont en fait monopolisés par les dirigeants fondateurs et les membres de leur groupe familial lorsqu'il s'agit de firmes familiales.

La participation de l'Etat se traduit par une plus grande dépendance des administrateurs, conseils et porte-paroles d'intérêts sociétaux pour la firme.

Enfin, on peut noter l'influence positive des investisseurs institutionnels requérant une plus grande indépendance des administrateurs au sein des conseils, et plus précisément des 'zinzins' étrangers. La raison en est double : d'une part ils supportent l'effet d'halo informationnel relativement aux investisseurs nationaux (Naes [2004]), d'autre part la

participation des institutionnels français est souvent associée à des relations d'affaires d'ordre bancaire au sens traditionnel.

Un second groupe de liaisons moins significatives (au seuil de 10%) souligne que l'Etat, de même que les actionnaires salariés semblent prôner de larges conseils d'administration. Il n'en reste pas moins que la taille de la société est un facteur essentiel, la grandeur et l'indépendance des conseils peut se déduire de la mobilisation de ressources supplémentaires que requiert la croissance de la société, expertise apportée par des administrateurs externes en l'absence de connaissances internes à l'entreprise.

Les réserves portées sur la classification typologique nous amènent à ajouter une seconde dimension et à tester les mêmes hypothèses en choisissant d'adopter une approche catégorielle. Cela consiste à considérer non pas l'identité de l'actionnaire majoritaire, mais à décomposer la structure de propriété par classes d'actionnaires.

L'IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES : UNE ÉTUDE CATÉGORIELLE

L'influence de l'identité des actionnaires est appréhendée à la fois en termes de propriété et de contrôle.

Le tableau 2.83 souligne pour les sociétés de l'échantillon la prédominance des actionnaires de contrôle personnes physiques en raison de leur poids notable au sein des firmes familiales. Il est intéressant de noter que la différenciation entre les structures de propriété et de contrôle est distinctive pour les entreprises familiales : en moyenne, le pouvoir supérieur de contrôle conféré aux personnes physiques par les droits de vote double l'est au détriment des autres actionnaires. Au contraire, dans les autres types de sociétés, la distorsion du contrôle bénéficie à l'ensemble des actionnaires référents au détriment des petits porteurs.

Tableau 2. 83 – Répartition de l'identité des actionnaires par classes

	Ensemble											
	Familiale		Inst. Finan.		Non Contrôlée		Etat		Salariés		Ensemble	
	68		9		36		7		3		123	
	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote	Capital	Droits de vote
Pers. Physiques	55,2%	65,5%	9,2%	10,1%	6,1%	7,9%	4,5%	3,9%	5,5%	9,0%	33,4%	39,7%
Etat	0,2%	0,1%	0,3%	0,3%	1,7%	1,8%	36,2%	41,7%	7,7%	7,5%	2,8%	3,2%
Inst. Financières	5,7%	5,4%	46,6%	51,0%	7,2%	7,6%	5,1%	5,6%	4,6%	5,5%	9,1%	9,4%
Autres sociétés	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	7,0%	7,6%	4,5%	5,2%	0,0%	0,0%	2,7%	2,9%
Salariés	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	2,5%	3,2%	3,2%	3,0%	22,1%	28,3%	2,2%	2,5%
Public	35,8%	27,1%	40,3%	37,1%	73,1%	72,0%	44,7%	40,6%	57,4%	49,8%	48,1%	42,3%
Autocontrôle	1,3%		1,9%		2,3%		1,8%		2,7%		1,7%	
Total 'Zinzins'	15,6%		60,0%		31,4%		21,8%		17,6%		23,9%	
Dont Français	7,7%		23,3%		12,7%		12,3%		11,8%		10,7%	
Dont Etranger	7,9%		36,7%		18,8%		9,5%		5,8%		13,2%	

Dans un premier temps, l'analyse catégorielle des actionnaires sur la performance de la firme est conduite en terme de droits de vote avec prise en compte des variables de contrôle usuelles. Seuls les modèles significatifs sont exposés.

Deux classes d'actionnaires se distinguent de manière significative des autres types, mais d'influences opposées sur la performance des firmes, et ce quelles que soient les mesures de rentabilité utilisées.

D'une part, le contrôle des sociétés par les personnes physiques est favorable, l'étude mettant en évidence un lien positif significatif (au seuil de 5%) entre leur niveau de participation et la rentabilité économique, le ratio de Marris *ex post*, la rentabilité des fonds propres en valeur comptable et l'alpha de Jensen. De même, aux seuils de 10%, leur impact positif est conforté pour le Q de Tobin *ex post* et la rentabilité des fonds propres en valeur de marché (tableaux 2.84 et 2.85).

D'autre part, le contrôle des institutions financières envoie un signal négatif quant aux performances aussi bien économique que financière des sociétés (aux seuils de 5% pour le Q de Tobin *ex post*, la rentabilité économique et la rentabilité des fonds propres comptables, et de 10% pour le ratio de Marris *ex ante* (tableaux 2.86 et 2.87).

Enfin, l'analyse du contrôle des salariés ou de l'Etat ne permet pas d'inférer de lien robuste (signification au seuil de 10%) sur la performance, tout au plus une influence négative sur le ratio de Marris (*ex ante* et *ex post*) pour les premiers et un impact positif sur la mesure de Sharpe pour le second. En revanche, la liaison négative entre la rentabilité économique et le contrôle d'autres sociétés pose la question de prises de participations sans projet industriel ni

synergies potentiellement créateurs de valeur pour les actionnaires, sous réserve toutefois d'une condition de durée nécessaire à la mise en œuvre de ces mêmes projets et surtout de leur rentabilité (tableau 2.88).

Tableau 2. 84 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Personnes Physiques 1/4

Sous-Echantillon - Personnes Physiques	Q de Tobin ex post	Rentabilité économique en valeur comptable	Ratio de Marris ex post	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,340	0,341	0,217	0,402
R ² ajusté	0,310	0,312	0,182	0,375
Signification	F(5,109)=11,22 p<0,01	F(5,115)=11,91 p<0,01	F(5,115)=6,36 p<0,01	F(5,112)=15,05 p<0,01
Données	115	121	121	118
Caractéristiques				
Constante	1,120 ***	0,139 ***	0,926 ***	0,102 ***
Risque	-0,019	0,037 ***	-2,569	-5,909 ***
Taux de croissance du CA	-0,152	-0,022	0,136	0,103 ***
Structure financière	-0,277 ***	-0,038 ***	-0,179 ***	0,005
Rotation du flottant	0,014	0,004	-0,015	0,015 ***
Participation				
En droits de vote	0,252 *	0,057 **	0,324 **	0,035 *

Tableau 2. 85 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Personnes Physiques 2/4

Sous-Echantillon - Personnes Physiques	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2	Alpha de Jensen
R ²	0,341	0,342	0,338
R ² ajusté	0,311	0,313	0,315
Signification	F(5,112)=11,57 p<0,01	F(5,112)=11,65 p<0,01	F(4,116)=14,81 p<0,01
Données	118	118	121
Caractéristiques			
Constante	0,226 ***	0,241 ***	-0,054
Risque	-11,212 ***	-11,357 ***	
Taux de croissance du CA	0,098 **	0,092 **	0,770 ***
Structure financière	0,007	-0,011	-0,045
Rotation du flottant	0,006	0,007	0,046 **
Participation			
En droits de vote	0,067 **	0,066 **	0,200 **

Tableau 2. 86 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Institutions Financières 1/3

Sous-Echantillon - Institutions financières	Q de Tobin ex post	Rentabilité économique en valeur comptable	Ratio de Marris ex ante
R ²	0,342	0,345	0,252
R ² ajusté	0,311	0,317	0,218
Signification	F(5,109)=11,31 p<0,01	F(5,115)=12,14 p<0,01	F(5,113)=7,59 p<0,01
Données	115	121	119
Constante	1,283 ***	0,176 ***	1,059 ***
Risque	-0,023	0,036 ***	-2,871
Caractéristiques Taux de croissance du CA	-0,066	-0,001	0,252
Structure financière	-0,264 ***	-0,035 ***	-0,205 ***
Rotation du flottant	-0,009	-0,001	0,006
Participation En droits de vote	-0,487 **	-0,113 ***	-0,428 *

Tableau 2. 87 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Institutions Financières 2/3

Sous-Echantillon - Institutions financières	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R ²	0,351	0,354
R ² ajusté	0,322	0,325
Signification	F(5,111)=12,0 p<0,01	F(5,111)=12,16 p<0,01
Données	117	117
Constante	0,260 ***	0,273 ***
Risque	-10,372 ***	-10,515 ***
Caractéristiques Taux de croissance du CA	0,105 **	0,099 **
Structure financière	0,005	-0,011
Rotation du flottant	0,001	0,002
Participation En droits de vote	-0,117 **	-0,115 **

Tableau 2. 88 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Divers

1/2

Sous-Echantillon - Divers	Ratio de Marris ex ante	Ratio de Marris ex post	Mesure de Sharpe	Rentabilité économique en valeur comptable
R ²	0,254	0,205	0,190	0,344
R ² ajusté	0,221	0,170	0,162	0,315
Signification	F(5,113)=7,71 p<0,01	F(5,114)=5,88 p<0,01	F(4,116)=6,81 p<0,01	F(5,115)=12,04 p<0,01
Données	119	120	121	121
Constante	1,047 ***	1,092 ***	5,762 **	0,171 ***
Risque	-3,678	-2,679		0,041 ***
Caractéristiques Taux de croissance du CA	0,212	0,137	30,483 ***	-0,013
Structure financière	-0,210 ***	-0,173 ***	-0,771	-0,035 ***
Rotation du flottant	0,033	-0,026	0,779	0,000
Participation en droits de vote Salariés	-1,518 *	-1,462 *		
Etat			27,220 *	
Sociétés				-0,233 **

Dans un second temps, l'analyse catégorielle est réalisée en termes de droits de propriété, permettant ainsi d'ajouter une dimension supplémentaire d'étude : l'influence des investisseurs institutionnels et autres fonds de pension.

L'analyse en terme de capital renforce celle des droits de contrôle en confirmant le bénéfice de la participation des personnes physiques en tant qu'actionnaires importants sur la rentabilité économique, le ratio de Marris *ex post*, la rentabilité des fonds propres en valeur comptable ainsi que l'alpha de Jensen (aux seuils de 5%), mais également pour le Q de Tobin *ex post* ainsi que la rentabilité des fonds propres en valeur de marché (aux seuils de 10%), la force des relations étant toutefois de moindre ampleur. Seul le ratio de Marris *ex ante* semble indiquer une liaison de sens opposée, cependant peu significative (tableaux 2.89 et 2.90).

A l'inverse, la participation des institutions financières au capital des sociétés, de manière concordante avec l'analyse du contrôle, fait ressortir un lien fortement significatif avec la sous-performance économique et comptable mesurée par le taux de rentabilité économique (au seuil de 1%), le Q de Tobin *ex post* et le taux de rendement des fonds propres en valeur comptable (aux seuils de 5%, tableau 2.91).

Enfin, la relation positive mise en évidence entre la présence des salariés et la rentabilité des fonds propres en valeur de marché, de sens inverse à celle établie avec le ratio de Marris en termes de contrôle ne permet pas de conclure de manière définitive, mais la portée de la relation est peu significative (tableau 2.92).

En revanche, l'influence négative entre la propriété d'autres sociétés et la rentabilité économique (au seuil de 5%) ainsi que le Q de Tobin *ex ante* (au seuil de 10%) réaffirme l'absence de synergie tout au moins à court terme sous l'hypothèse que le point mort en terme de délai ne soit pas encore atteint (tableau 2.92).

Tableau 2. 89 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Personnes Physiques 3/4

Sous-Echantillon - Personnes Physiques	Q de Tobin ex post	Rentabilité économique en valeur comptable	Ratio de Marris ex ante	Ratio de Marris ex post
R^2	0,339	0,337	0,249	0,215
R^2 ajusté	0,309	0,308	0,216	0,180
Signification	F(5,109)=11,21 p<0,01	F(5,115)=11,70 p<0,01	F(5,113)=7,51 p<0,01	F(5,115)=6,29 p<0,01
Variables	115	121	119	121
Caractéristiques				
Constante	1,124 ***	0,141 ***	1,046 ***	0,942 ***
Risque	-0,019	0,037 ***	-3,634	-3,113
Taux de croissance du CA	-0,157	-0,022	0,215	0,135
Structure financière	-0,276 ***	-0,037 ***	-0,208 ***	-0,178 ***
Rotation du flottant	0,014	0,004	0,031	-0,016
Participation				
En capital	0,288 *	0,062 **	-1,680 *	0,366 **

Tableau 2. 90 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Personnes Physiques 4/4

Sous-Echantillon - Personnes Physiques	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2	Alpha de Jensen	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R^2	0,339	0,341	0,341	0,401
R^2 ajusté	0,310	0,311	0,318	0,375
Signification	F(5,112)=11,51 p<0,01	F(5,112)=11,57 p<0,01	F(4,116)=15,01 p<0,01	F(5,112)=15,01 p<0,01
Données	118	118	121	118
Caractéristiques				
Constante	0,229 ***	0,244 ***	-0,057	0,104 ***
Risque	-11,326 ***	-11,464 ***		-5,979 ***
Taux de croissance du CA	0,097 **	0,091 **	0,765 ***	0,103 ***
Structure financière	0,007	-0,011	-0,044	0,005
Rotation du flottant	0,006	0,007	0,047 **	0,015 ***
Participation				
En capital	0,076 **	0,075 **	0,244 **	0,040 *

Tableau 2. 91 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Institutions Financières 3/3

Sous-Echantillon - Institutions financières	Q de Tobin ex post	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R^2	0,343	0,353	0,356	0,358
R^2 ajusté	0,313	0,324	0,327	0,329
Signification	F(5,109)=11,38 p<0,01	F(5,115)=12,53 p<0,01	F(5,111)=12,25 p<0,01	F(5,111)=12,38 p<0,01
Données	115	121	117	117
Caractéristiques				
Constante	1,287 ***	0,177 ***	0,262 ***	0,274 ***
Risque	-0,024	0,035 ***	-10,392 ***	-10,532 ***
Taux de croissance du CA	-0,058	0,002	0,107 **	0,101 **
Structure financière	-0,263 ***	-0,034 ***	0,005	-0,011
Rotation du flottant	-0,010	-0,001	0,000	0,001
Participation				
En capital	-0,548 **	-0,134 ***	-0,137 **	-0,134 **

Tableau 2. 92 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Divers

2/2

Sous-Echantillon - Divers	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Q de Tobin ex ante	Rentabilité économique en valeur comptable
R ²	0,399	0,449	0,344
R ² ajusté	0,372	0,424	0,315
Signification	F(5,112)=14,87 p<0,01	F(5,109)=17,77 p<0,01	F(5,115)=12,05 p<0,01
Données	118	115	121
Caractéristiques			
Constante	0,104 ***	1,304 ***	0,171 ***
Risque	-5,300 ***	0,049	0,041 ***
Taux de croissance du CA	0,112 ***	-0,015	-0,013
Structure financière	0,007	-0,407 ***	-0,035 ***
Rotation du flottant	0,011 ***	-0,015	0,000
Participation en capital			
Salariés	0,252 *		
Sociétés		-0,954 *	-0,257 **

L'interprétation de l'impact négatif des 'zinzins' sur la performance est duale (tableaux 2.93 et 2.94), puisque les fonds mutuels nationaux semblent être les acteurs principaux de la sous-performance financière mesurée par la rentabilité des fonds propres en valeur comptable (au seuil de 5%), l'étude ne montrant pas d'impact significatif dans un sens ou l'autre des investisseurs institutionnels internationaux. Ce résultat renforce l'hypothèse de l'activité double des acteurs domestiques à la fois sur le plan de l'intermédiation de bilan et de l'intermédiation de marché, les investisseurs internationaux ayant pour vocation principale uniquement la gestion de portefeuilles d'actifs. Enfin, le poids des investisseurs institutionnels dans le capital des firmes s'accompagne également d'une moindre performance économique, de même qu'une rentabilité des fonds propres en valeur de marché plus faible (la signification des résultats reste toutefois faible (10%)). En revanche, aucune relation n'est mise en évidence en ce qui concerne la rentabilité boursière des sociétés intégrées dans leurs portefeuilles.

Tableau 2. 93 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Investisseurs Institutionnels 1/2

Sous-Echantillon - Investisseurs institutionnels	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R ²	0,325	0,398
R ² ajusté	0,296	0,371
Signification	F(5,115)=11,08 p<0,01	F(5,112)=14,82 p<0,01
Données	121	118
Constante	0,184 ***	0,130 ***
Risque	0,035 ***	-5,806 ***
Caractéristiques Taux de croissance du CA	-0,013	0,106 ***
Structure financière	-0,037 ***	0,005
Rotation du flottant	0,001	0,013 ***
Participation en capital Total Investisseurs	-0,077 *	-0,056 *
Investisseurs français		

Tableau 2. 94 – Performance et concentration – Approche catégorielle – Sous-échantillon Investisseurs Institutionnels 2/2

Sous-Echantillon - Investisseurs institutionnels	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2
R ²	0,350	0,355	0,355	0,359
R ² ajusté	0,321	0,326	0,326	0,330
Signification	F(5,111)=11,97 p<0,01	F(5,111)=12,21 p<0,01	F(5,111)=12,20 p<0,01	F(5,111)=12,43 p<0,01
Données	117	117	117	117
Constante	0,284 ***	0,269 ***	0,297 ***	0,283 ***
Risque	-10,985 ***	-10,549 ***	-11,133 ***	-10,702 ***
Caractéristiques Taux de croissance du CA	0,091 **	0,091 **	0,086 **	0,085 **
Structure financière	0,004	0,005	-0,013	-0,013
Rotation du flottant	0,003	0,003	0,004	0,004
Participation en capital Total Investisseurs	-0,109 **		-0,110 **	
Investisseurs français		-0,172 **		-0,173 **

SECTION 3. COMMENTAIRES ET PISTES DE RÉFLEXION

Les tests menés sur l'échantillon font apparaître plusieurs résultats intéressants, en particulier sur l'importance des variables de contrôle, l'impact et les caractéristiques des mécanismes de gouvernement internes et sur le plan méthodologique de la détermination de l'emplacement du contrôle au sein des organisations.

1. L'IMPORTANCE DES VARIABLES DE CONTRÔLE

En dehors de la taille des entreprises, l'ensemble des tests effectués confirme l'importance des variables de contrôle sur la performance, en fonction des mesures utilisées, et ce de manière robuste (en dehors de toute précision, les relations soulignées sont significatives au seuil de 1%, et ont été validées pour la quasi-totalité des sous-échantillons).

Résultat Hypothèse 11 – La performance des sociétés est une fonction croissante de leur taille.

Invalidée

Les résultats des tests relatent au contraire une absence totale de relation significative entre la performance des sociétés et leur taille, quels que soient le sens et les mesures utilisées.

Résultat Hypothèse 25 – La structure financière des entreprises impacte positivement la performance des sociétés.

Invalidée

La variable la plus significative est sans conteste la structure financière qui impacte négativement et significativement toutes les mesures de performance, hormis l'alpha de Jensen (10%) et la mesure de Sharpe se caractérisant par l'absence de tout impact significatif. Le recours à l'endettement ponctionnerait ainsi la performance économique mais s'effectuerait également au détriment de l'intérêt des actionnaires en diminuant la rentabilité des fonds propres. Les sociétés managériales, contrôlées par l'Etat et familiales sont respectivement les plus à même de subir cet effet négatif, en raison de leur niveau d'endettement élevé. En fait, l'analyse croisée de l'influence de l'endettement par type de firme met en évidence que ce sont les firmes managériales ou étatiques qui subissent le plus la nature spoliatrice de la gestion de la relation d'agence par les créanciers bancaires.

Résultat Hypothèse 12 - La performance des sociétés est une fonction croissante de leurs opportunités de croissance.

Validée partiellement

En moyenne, le taux de croissance du chiffre d'affaires des firmes impacte positivement la rentabilité des fonds propres en valeurs comptable (au seuil de 5%) et de marché (1%), ainsi que les ratios de Jensen ou de Sharpe (1%), les autres mesures de performance n'étant pas liées. Il semblerait que les mesures de marché intègrent particulièrement l'incidence de la croissance de l'activité de sociétés. Par contre, l'analyse individuelle des sociétés contrôlées par un établissement financier fait ressortir un lien négatif significatif (aux seuils de 5% voire 1%) entre les mesures de performance économique et le taux de croissance du chiffre d'affaires. Ce constat ne se retrouve pas au niveau des investisseurs institutionnels, ce qui peut conforter la thèse de double casquette des intermédiaires de bilan et l'hypothèse de soutien des sociétés en période de crise. Enfin, l'analyse catégorielle précise les liens entre les établissements financiers et la performance

des sociétés en statuant que leur contrôle majoritaire est le seul cas exclusif où leur présence au capital des firmes est associée à une sous-performance économique.

L'influence du risque est à la fois duale et exclusive aux mesures de rentabilité économique et de rentabilité des fonds propres, indifféremment en valeur de marché ou comptable.

Résultat Hypothèse 14 – La performance économique des sociétés est une fonction croissante de leur risque économique.

Validée

Résultat Hypothèse 15 – La performance financière des sociétés est une fonction croissante de leur risque financier.

Invalidée

Les projets industriels risqués semblent profitables puisque l'accroissement du risque économique se traduit par une augmentation de la performance économique tandis que la volatilité des cours des titres impacte négativement la rentabilité des fonds propres.

Il est intéressant de noter le rôle positif de la surveillance du marché, la rotation du flottant des firmes servant d'approximation, sur les mesures de performance en valeur de marché uniquement.

Résultat Hypothèse 43 – La fonction de surveillance des marchés financiers impacte positivement les mesures de performance en valeur de marché des sociétés.

Validée

A l'exception de la mesure de Sharpe pour laquelle la relation est faiblement significative (10%), les taux de rentabilité économique et des fonds propres en valeur de marché, ainsi que l'alpha de Jensen présentent une relation positive significative (1%) avec la rotation des titres. Ce résultat étaye la thèse selon laquelle les investisseurs réagissent promptement à toute nouvelle information ; or, les degrés élevés de la résilience ainsi que de la transparence d'Euronext Paris en ce qui concerne l'échantillon supportent l'idée que les investisseurs sont plus à même de jouer leur rôle de surveillance des résultats des firmes.

Enfin, la portée des résultats sur l'influence sectorielle reste fragile.

Résultat Hypothèse 13 – La performance des sociétés diffère selon leur secteur d'activité.

Validée partiellement

Seuls les secteurs de nomenclatures 00 et 90 (respectivement extraction de ressources et technologies de l'information) rapportent une influence méso-économique de la performance. Les sociétés du premier groupe font état de rentabilités économique et

financière plus importantes. Quant aux sociétés du second groupe, les espérances de rendement des investisseurs (Ratios de Marris et Q de Tobin *ex ante* exhibent une relation positive aux seuils de 1%) ne se concrétisent pas en terme de rentabilité de marché (relation négative au seuil de 5% avec la rentabilité des fonds propres en valeur de marché, et aux seuils de 1% pour la rentabilité économique en valeur de marché, ainsi que les ratios de Sharpe et de Jensen). Cependant, pour reprendre la remarque précédente, la taille des échantillons et surtout le caractère global et peu précis de la nomenclature ne permettent pas la généralisation des résultats.

2. L'INFLUENCE DES MÉCANISMES INTERNES DE GOUVERNANCE

Résultat Hypothèse 17 – La performance des sociétés est une fonction croissante de la concentration des droits pécuniaires.

Validée partiellement

Dans l'ensemble des tests, le lien entre la concentration du capital et la performance des sociétés est du signe attendu, apportant un soutien à la thèse de convergence d'intérêts. Nous nuancions toutefois notre propos quant à la généralisation du bénéfice de la concentration :

- L'approche typologique globale met en évidence une relation significative pour la rentabilité des fonds propres en valeur de marché, et l'alpha de Jensen (aux seuils de 1%) pour l'ensemble des critères de concentration/dispersion, mais le soutien est faible en ce qui concerne la mesure de Sharpe, voire inexistant pour les autres mesures de performance.
- L'approfondissement des tests par sous-échantillons en fonction du type d'entreprise montre une disparité de l'influence de la concentration entre les divers groupes d'actionnaires de contrôle.
- L'approche catégorielle souligne également des disparités de l'influence des participations sur la performance, principalement les actionnaires personnes physiques qui ont un impact positif, et les sociétés financières ainsi que les investisseurs institutionnels (notamment domestiques) à l'incidence opposée.

L'influence de la concentration de l'actionnariat est donc fortement dépendante de l'identité des actionnaires de contrôle, et l'on ne peut affirmer un impact systématiquement positif sur la performance ; il en est de même lorsque l'on raisonne en terme de dispersion du capital.

Résultat Hypothèse 18 – La performance des sociétés est une fonction décroissante de la concentration des droits de contrôle.

Invalidée

Au contraire, l'analyse des droits de vote suit celle en terme de capital, si l'on excepte les relations négatives (aux seuils de 1%) révélées pour les mesures *ex ante* du Q de Tobin et du Ratio de Marris.

Les remarques évoquées pour l'étude de la concentration du capital sont valables pour les mêmes points. On peut toutefois ajouter que l'analyse des droits de contrôle apporte un

soutien légèrement plus robuste à la thèse de la convergence d'intérêts à la fois sur le plan du nombre de mesures concernées mais également sur le degré de signification.

Il est possible que l'infirmité de la thèse de Stulz [1988] selon laquelle les droits de contrôle sont la source de l'appropriation de bénéfices privés des actionnaires majoritaires au détriment des minoritaires, soit biaisée de par la constitution de l'échantillon. En effet, les entreprises non managériales se caractérisent par une forte concentration des droits pécuniaires en moyenne, et par suite, conjointement à la concentration du contrôle. Cela pourrait expliquer notamment l'intérêt des détenteurs du pouvoir au sein de l'entreprise d'agir dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires puisque dans le leur.

Résultat Hypothèse 19 – La performance des sociétés est une fonction décroissante de l'amplitude de la séparation entre les droits de contrôle et pécuniaires.

Invalidée

Les résultats hautement significatifs (1%) de l'impact positif de la distorsion initiale du contrôle affirment le contraire pour l'alpha de Jensen et la rentabilité économique, et de manière moins marquée pour la mesure de Sharpe (5%) et le Q de Tobin *ex post* (10%).

De même, en comparant la distorsion du contrôle de l'actionnaire principal avec le public, l'amplitude de la séparation impacte positivement aux seuils de 1% les rentabilités économiques, en valeur comptable et de marché.

L'explication ici est de nature double. D'une part, un contrôle élevé s'accompagne toujours d'une concentration élevée du capital, favorisant la convergence d'intérêts entre actionnaires. D'autre part, un contrôle majoritaire permet la diminution des coûts de dissension entre actionnaires référents. L'étude de l'influence négative du contre-pouvoir des actionnaires de second rang apporte du crédit à cette dernière hypothèse.

Résultat Hypothèse 16 – L'approche en termes de droits de vote possède un pouvoir explicatif supérieur à celle en capital.

Validée partiellement

La légère augmentation du pouvoir explicatif des modèles et de la signification des relations n'est pas systématique, ni suffisante en soi.

De fait, il s'agit plus de l'amplitude de la déviation de la règle 'une action-un droit de vote' qui apporte un éclairage supplémentaire, par conséquent l'étude des rapports de pouvoir entre actionnaires et la distorsion du contrôle, que l'analyse en droits de vote seule.

Insistons sur le fait que la double concentration du capital et des droits de vote au sein de l'échantillon peut expliquer cet état de fait.

La non linéarité potentielle de l'influence de la concentration de l'actionnariat fait l'objet d'un questionnement historique non consensuel.

Résultat Hypothèse 20 – La relation entre la performance des firmes et la concentration de la propriété est non linéaire.

Invalidée

Résultat Hypothèse 21 – La relation entre la performance des firmes et la concentration du contrôle non linéaire.

Invalidée

Les résultats des tests effectués tant en termes de capital que de droits de vote, mais également de la participation et du contrôle représentés par le conseil d'administration infirment globalement l'hypothèse de non linéarité de Morck, Shleifer et Vishny [1988]. Seule la relation entre la mesure du Q de Tobin *ex ante* et la concentration des droits de contrôle abonde dans le sens des auteurs de manière significative. En revanche, l'ensemble des autres mesures de performance ne montre aucun schéma similaire de manière significative, quelle que soit l'approche de la concentration considérée.

Résultat Hypothèse 22 – Les firmes familiales exhibent une performance économique supérieure.

Validée partiellement

Résultat Hypothèse 23 – Les firmes familiales exhibent une performance financière supérieure

Validée partiellement

Un impact positif est mis en évidence pour le taux de rentabilité économique (au seuil de 5%), l'alpha de Jensen (5%) et le ratio de Marris *ex post* (10%) mais la faiblesse du niveau de signification ne permet pas d'inférer de lien robuste. L'analyse catégorielle, plus pertinente, souligne les limites de la classification de l'analyse typologique.

Résultat Hypothèse 24 – La présence d'actionnaires personnes physiques au capital des sociétés induit un impact positif sur la performance des sociétés

Validée

Que ce soit en droits de vote ou en capital, la performance des sociétés est une fonction croissante de l'importance de la participation des personnes physiques, tant sur le plan de la rentabilité économique que sur celui de la performance financière. Ce constat supporte la thèse de la convergence d'intérêts, en raison essentiellement de l'objectif patrimonial et dynastique de leur investissement spécifique.

Résultat Hypothèse 26 – Les firmes contrôlées par les sociétés financières exhibent une performance supérieure

Invalidée

Au contraire, les sociétés contrôlées par une institution financière font preuve d'une sous-performance économique (au seuil de 5%), infirmant la proposition, d'autant plus que les tests à partir des autres mesures de performance relatent une absence de lien.

Si l'on opère le lien avec l'impact fortement négatif de la structure financière, ce résultat constituerait le prolongement naturel de la gestion coûteuse de la relation d'agence par les intermédiaires bancaires, ou encore leur soutien en période de crise.

Résultat Hypothèse 27 – La présence d'intermédiaires financiers au capital des firmes impacte positivement leur performance.

Invalidée

L'analyse catégorielle accentue encore l'impact négatif de la présence d'intermédiaires financiers au capital des firmes sur la performance comptable : rentabilité économique (au seuil de 1%), rentabilité de fonds propres (5%), voire même le Q de Tobin *ex post* (5%) et le ratio de Marris *ex ante* (10%).

Que les intermédiaires financiers aient un rôle de soutien financier ou non, leur présence envoie un signal négatif sur la performance comptable des sociétés.

Résultat Hypothèse 28 – La présence d'investisseurs internationaux impacte négativement la performance des sociétés.

Invalidée

Le résultat des tests sur l'incidence des investisseurs institutionnels au sens large tend plutôt à faire supporter la moindre performance en terme de rentabilité de fonds propres en valeur comptable aux 'zinzins' nationaux (au seuil de 5%). L'influence négative pour la rentabilité économique ainsi que la rentabilité des fonds propres en valeur de marché (aux seuils de 10%) ne permet pas de discriminer entre les institutionnels étrangers ou domestiques.

Cet effet renforce le faisceau de résultats indiquant l'envoi d'un signal négatif par les intermédiaires financiers nationaux.

Résultat Hypothèse 29 – Les firmes contrôlées par l'Etat exhibent une performance moindre.

Non probant

Sans qu'il soit possible d'inférer un réel impact du contrôle étatique des sociétés, le lien positif avec la mesure de Sharpe (au seuil de 5%) suffit à démentir l'hypothèse d'influence négative de l'Etat sur la performance.

Résultat Hypothèse 30 – La présence de l'Etat au capital des firmes impacte négativement leur performance.

Neutralité

L'on retrouve uniquement le lien positif avec la mesure de Sharpe pour l'analyse en droits de vote, avec un degré de signification encore plus réduit (10%). Nous considérons alors la neutralité de la participation de l'Etat sur la performance des sociétés.

Résultat Hypothèse 31 – Les firmes contrôlées par les salariés exhibent une performance supérieure.

Non probant

Les tests montrent un impact positif peu significatif (au seuil de 10%) du contrôle des salariés sur la rentabilité des fonds propres en valeur de marché. La thèse de la neutralité semble donc de mise mais la faiblesse de l'échantillon ne permet pas de conclure.

Résultat Hypothèse 32 – La présence d'un actionariat salarié impacte positivement la performance des entreprises.

Non probant

Les résultats de l'analyse catégorielle restent peu significatifs voire contradictoires selon que l'on mesure leur participation en droits de vote ou en capital. Nous conservons donc les réserves émises sur une potentielle neutralité de l'actionariat salarié sur la performance des firmes, tout en précisant que la petitesse de l'échantillon ne permet aucune généralisation.

Résultat Hypothèse 33 – Les firmes managériales exhibent une performance moindre.

Validée partiellement

L'analyse typologique dévoile une relation négative pour les ratios de Jensen (au seuil de 5%) et de Sharpe (10%), mais c'est surtout l'analyse par sous-échantillon qui permet de conforter l'hypothèse de divergence d'intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires : la rentabilité des fonds propres en valeurs comptable ou de marché présente une liaison négative avec le flottant (aux seuils de 5%). En revanche, l'impact négatif de la concentration sur la rentabilité économique des firmes managériales pose la question de l'existence de coûts de dissension éventuels.

Résultat Hypothèse 34 – La présence d'actionnaires de contrôle de second rang en tant que contrepuissance à l'encontre de l'actionnaire référent impacte positivement la performance des sociétés.

Invalidée

La présence d'actionnaires de second rang entraîne au contraire des coûts de dissension qui impactent négativement le taux de rentabilité économique (au seuil de 1%), le taux de rentabilité économique en valeur de marché, le Q de Tobin *ex ante*, et l'alpha de

Jensen (aux seuils de 5%), et dans une moindre mesure le Q de Tobin *ex post*, le ratio de Marris *ex post*, la rentabilité des fonds propres en valeur comptable, et la mesure de Sharpe (aux seuils de 10%).

Les coûts de dissension mis en évidence peuvent également être élargis à l'appropriation de bénéfices privés de la part des actionnaires de second rang, qui n'en supportent pas le coût dans les mêmes proportions que l'actionnaire majoritaire. Par conséquent, la déviation de l'objectif de maximisation de la valeur de la firme est plus à même d'être le résultat des jeux de contrepuissance que de l'actionnaire référent lui-même, incité à une bonne gouvernance en raison de l'importance de sa participation.

Résultat Hypothèse 35 – Les actionnaires personnes physiques, par extension les firmes familiales, présentent une distorsion du contrôle plus importante.

Validée

De fait, les actionnaires personnes physiques sont les seuls à présenter une corrélation positive, qui plus est hautement significative (au seuil de 1%) avec la distorsion du contrôle. Ce résultat n'est pas surprenant puisque cette catégorie d'actionnaires est par essence plus attachée au contrôle pour raisons dynastiques ; de plus, la participation moyenne des actionnaires familiaux est élevée (55,2%), condition notamment nécessaire à l'adoption de moyens démultiplicateurs du contrôle (65,5% des droits de vote en moyenne). Ce qui confirme la liaison positive entre la distorsion du contrôle et la concentration de l'actionnariat.

Résultat Hypothèse 36 – L'approche catégorielle du lien entre la structure de l'actionnariat et la performance des entreprises possède un pouvoir explicatif plus important que l'analyse typologique.

Validée

L'analyse catégorielle est bien plus que complémentaire à l'analyse typologique. De fait, elle permet d'approfondir les caractéristiques de la structure de propriété, et notamment de l'identité de l'ensemble des actionnaires de contrôle et des comportements divers qui en découlent. Tandis que le classement des sociétés par type se limite à la prise en compte de l'attitude de l'actionnaire majoritaire à l'égard du contrôle de la société. L'analyse typologique est par trop restrictive en ce sens.

En ce qui concerne notre étude du lien entre la performance des sociétés et la structure de l'actionnariat, l'analyse catégorielle souligne un nombre de relations plus important et présente un pouvoir explicatif plus fort. Elle permet d'appréhender l'influence individuelle de chaque catégorie d'actionnaires, à laquelle l'analyse typologique ne peut prétendre. Enfin, l'analyse catégorielle permet de comparer le contrôle avec la propriété des actionnaires et d'inférer l'impact de la distorsion du contrôle.

Nous pouvons également souligner une faiblesse supplémentaire de l'analyse typologique : l'absence d'étude des rapports de pouvoir entre actionnaires de premier et second rangs.

Nous statuons pour cela le caractère explicatif supérieur de l'analyse catégorielle.

Les tests sont ensuite étendus au conseil d'administration.

Résultat Hypothèse 37 – La taille du conseil d'administration impacte positivement la performance des sociétés.

Neutralité

En dehors de la faible liaison relatant un impact négatif du nombre d'administrateurs avec le Q de Tobin *ex post* (au seuil de 10%), les résultats des tests menés sur l'échantillon concluent à l'absence d'influence de la taille du conseil sur la performance. Les théories des ressources stratégiques ou encore du rassemblement de compétences s'en trouvent infirmées.

Résultat Hypothèse 38 – L'indépendance des administrateurs impacte positivement la performance des sociétés.

Invalidée

Les deux seules relations significatives invalident cette hypothèse : l'indépendance des administrateurs se traduit par une sous-performance économique (au seuil de 5%) et de la rentabilité des fonds propres en valeur comptable (au seuil de 10%).

La thèse d'un contrôle plus efficace de la part d'administrateurs indépendants semble infirmée, tandis que celle d'une expertise plus prononcée des administrateurs internes sur l'activité propre de la société semble trouver un léger soutien.

En synthèse, l'indépendance des administrateurs est au mieux neutre sur la performance des firmes, voire impactant négativement la performance économique.

Résultat Hypothèse 39 – Le type de conseil impacte la performance des sociétés.

Invalidée

Aucune relation significative n'est mise en évidence. Par conséquent, on peut en déduire soit la neutralité de la structure de direction, soit que l'importance du type de conseil dans l'exercice du contrôle ne se révèle qu'en périodes spécifiques telles les alertes lancées sur le gouvernement d'entreprise (*confer* Montandrou [2004]).

Résultat Hypothèse 40 – La représentativité du conseil impacte positivement la performance des sociétés.

Validée

La légitimité du conseil en terme de contrôle se traduit par un impact positif significatif (au seuil de 5%) sur la rentabilité économique, la rentabilité des fonds propres en valeur comptable et de marché ainsi que sur l'alpha de Jensen.

Ce résultat conforte à nouveau la thèse de la convergence d'intérêts lorsque les actionnaires propriétaires sont plus à même d'influer et de contrôler les décisions des dirigeants.

Résultat Hypothèse 41 – L’amplitude de la séparation entre la représentativité du conseil en droits de propriété et celle en droits de vote impacte négativement la performance des sociétés.

Invalidée

En revanche, la distorsion du contrôle n’apporte plus d’impact significatif sur la performance, excepté en ce qui concerne la rentabilité économique (au seuil de 5%). La raison ici en est peut-être l’appréciation globale de la distorsion, l’impact positif étant à trouver au niveau de l’actionnaire majoritaire : le renforcement du contrôle lui permet de surmonter l’obstacle des dissensions nées du contre-pouvoir des actionnaires de second rang, ce qu’une variable globale ne peut appréhender.

Résultat Hypothèse 42 – La taille et le degré d’indépendance du conseil sont déterminés par le type de firme ainsi que l’identité des actionnaires de contrôle.

Validée partiellement

L’analyse typologique met en évidence des différences significatives entre les firmes quant à la composition et la taille des conseils d’administration ou de surveillance, mais l’analyse catégorielle n’apporte qu’un soutien partiel à l’hypothèse.

La taille du conseil ne semble en effet non conditionnée au type d’actionnaires, tout au plus nous dénotons un impact positif faiblement significatif (au seuil de 10%) des salariés ou de l’Etat.

En revanche, nous remarquons une plus grande dépendance des administrateurs en présence d’actionnaires personnes physiques ou de l’Etat (au seuil de 1%), les institutionnels étant plutôt favorables à la nomination d’administrateurs indépendants (au seuil de 5%).

La théorie des ressources stratégiques se voit de nouveau infirmée, les conseils d’administration se confondant ainsi le plus souvent avec les actionnaires de contrôle stables de l’entreprise.

3. UNE DIFFICULTÉ MÉTHODOLOGIQUE : LA DÉTERMINATION DE L’EMPLACEMENT DU CONTRÔLE

L’analyse conduite porte sur les mécanismes internes du contrôle définis clairement sur le plan théorique mais aussi légal par les droits des actionnaires, en pratique les actionnaires référents, et son organe représentatif, le conseil d’administration. En revanche, sur le plan empirique, se pose pour difficulté méthodologique principale la détermination de l’emplacement du contrôle, et des rapports de pouvoir au sein de l’entreprise. En effet, la classification usuelle typologique ne semble pas suffisante pour définir le contrôle effectif au sein d’une entreprise. Nous lui préférons une approche multidimensionnelle intégrant une classification typologique, mais également catégorielle pour définir l’actionnaire contrôlant majoritaire ainsi que la composition de la structure de propriété en fonction de l’identité des actionnaires. Enfin, l’appréhension des relations de pouvoir s’effectue au travers de la

distorsion du contrôle et des coalitions potentielles des actionnaires de second rang, source de contrepouvoir à l'encontre de l'actionnaire majoritaire. La structure des droits de vote seule ne possède pas de pouvoir explicatif significativement plus élevé que la structure des droits de propriété. De fait, il convient de prendre en compte les participations relatives des actionnaires de second rang afin d'apprécier les dissensions et obstacles potentiels au sein du processus décisionnel.

Au final, seule une approche mêlant l'ensemble de ces dimensions permet une approximation pertinente du contrôle effectif des entreprises.

CONCLUSION DU CHAPITRE 6 : LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ, SIMPLE OBSTACLE AUX COÛTS DE DISPERSION ?

La synthèse des résultats obtenus (tableaux 2.95 à 2.97) fait ressortir deux phénomènes marquants. D'une part, les variables de contrôle jouent un rôle non négligeable dans la détermination de la performance des sociétés. D'autre part, les mesures de dispersion sont plus à même de rendre compte du coût de contrôle que celles de concentration à illustrer les bénéfices du contrôle. Nous en déduisons que la dispersion de l'actionnariat ne peut s'analyser simplement comme l'opposée *stricto sensu* de la concentration. En effet, si l'atomicité de l'actionnariat se traduit par un mésalignement des intérêts et une sous-performance des sociétés, la concentration du contrôle entre les mains d'un nombre restreint de grands actionnaires n'est pas une condition suffisante de création de valeur.

On peut donc s'interroger sur les coûts non plus de l'absence de contrôle de la part d'actionnaires importants, mais sur les coûts de leur présence. La théorie de l'agence met en avant des coûts d'expropriation potentielle, d'enracinement, de désincitation à l'innovation managériale ou encore de collusion avec les dirigeants. De même, les résultats de nos tests mettent en avant la présence de coûts de dissension en cas de partage, même inégal, du contrôle de l'entreprise entre plusieurs actionnaires. Le bénéfice du contrôle pourrait ainsi consister en l'obstacle aux coûts de dispersion de l'actionnariat et de la latitude managériale.

Par conséquent, l'approfondissement des coûts du contrôle constitue une voie de recherche complémentaire afin d'appréhender l'ensemble des facettes de la structure de propriété comme mécanisme de gouvernement.

Tableau 2. 95 – Synthèse des résultats – Les déterminants usuels de la performance

	N°	Hypothèses	Résultat
Performance - Variables de contrôle	11	La performance des sociétés est une fonction croissante de leur taille	Invalidée
	12	La performance des sociétés est une fonction croissante de leurs opportunités de croissance	Validée partiellement
	13	La performance des sociétés diffère selon leur secteur d'activité	Validée partiellement
	14	La performance économique des sociétés est une fonction croissante de leur risque économique	Validée
	15	La performance financière des sociétés est une fonction croissante de leur risque financier	Invalidée
	25	La structure financière des entreprises impacte positivement la performance des sociétés	Invalidée
	43	La fonction de surveillance des marchés financiers impacte positivement les mesures de performance en valeur de marché des sociétés	Validée

Tableau 2. 96 – Synthèse des résultats – Structure de propriété et performance

	N°	Hypothèses	Résultat
Performance - Structure de propriété	16	L'approche en termes de droits de vote possède un pouvoir explicatif supérieur à celle en capital	Validée partiellement
	17	La performance des sociétés est une fonction croissante de la concentration des droits pécuniaires	Validée partiellement
	18	La performance des sociétés est une fonction décroissante de la concentration des droits de contrôle	Invalidée
	19	La performance des sociétés est une fonction décroissante de la l'amplitude de la séparation entre les droits de contrôle et pécuniaires	Invalidée
	20	En deçà d'un certain seuil, la performance des sociétés est une fonction croissante de la concentration de l'actionnariat; au-delà, la relation est négative	Invalidée
	21	En deçà d'un certain seuil, la performance des sociétés est une fonction croissante de la concentration du contrôle; au-delà, la relation est négative	Invalidée
	22	Les firmes familiales exhibent une performance économique supérieure	Validée partiellement
	23	Les firmes familiales exhibent une performance financière supérieure	Validée partiellement
	24	La présence d'actionnaires personnes physiques au capital des sociétés induit un impact positif sur la performance des sociétés	Validée
	26	Les firmes contrôlées par les sociétés financières exhibent une performance supérieure	Invalidée
	27	La présence d'intermédiaires financiers au capital des firmes impacte positivement leur performance	Invalidée
	28	La présence d'investisseurs internationaux impacte négativement la performance des sociétés	Invalidée
	29	Les firmes contrôlées par l'Etat exhibent une performance moindre	Non probant
	30	La présence de l'Etat au capital des firmes impacte négativement leur performance	Neutralité
	31	Les firmes contrôlées par les salariés exhibent une performance supérieure	Non probant
	32	La présence d'un actionnariat salarié impacte positivement la performance des entreprises	Non probant
	33	Les firmes managériales exhibent une performance moindre	Validée partiellement
	34	La présence d'actionnaires de contrôle de second rang en tant que contrepuvoir à l'encontre de l'actionnaire référent impacte positivement la performance des sociétés	Invalidée
35	Les actionnaires personnes physiques, par extension les firmes familiales, présentent une distorsion du contrôle plus importante	Validée	
36	L'approche catégorielle du lien entre la structure de l'actionnariat et la performance des entreprises possède un pouvoir explicatif plus important que l'analyse typologique	Validée	

Tableau 2. 97 – Synthèse des résultats – Représentativité du conseil et performance

	N°	Hypothèses	Résultat
Conseil	37	La taille du conseil d'administration impacte positivement la performance des sociétés	Neutralité
	38	L'indépendance des administrateurs impacte positivement la performance des sociétés	Invalidée
	39	Le type de conseil impacte la performance des sociétés	Invalidée
	40	La représentativité du conseil impacte positivement la performance des sociétés	Validée
	41	L'amplitude de la séparation entre la représentativité du conseil en droits de propriété et celle en droits de vote impacte négativement la performance des sociétés	Invalidée
	42	La taille et le degré d'indépendance du conseil sont déterminés par le type de firmes ainsi que l'identité des actionnaires de contrôle	Validée

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE : LES COÛTS CACHÉS DE LA CONCENTRATION

L'analyse conduite au cours de la deuxième partie nous permet d'effectuer quelques remarques.

L'appréhension de la structure de propriété comme mécanisme de gouvernance ne peut s'affranchir d'une grille de lecture multiple. Premièrement, une classification typologique seule ne permet de définir avec pertinence la structure du capital d'une société, sauf à considérer que l'actionnaire principal synthétise à lui seul les rapports de pouvoir au sein du processus décisionnel. Autant cette approche peut trouver un écho favorable lorsque l'actionnariat est concentré à l'extrême, les actionnaires de second rang disposant alors de la portion congrue, autant dans la majorité des cas, et bien que les sociétés de l'échantillon montrent un fort niveau de concentration, la potentialité d'une coalition de contrôle suffit à renverser cette hypothèse. Par conséquent, l'analyse complémentaire d'une part catégorielle, d'autre part de l'identité des actionnaires importants semble primordiale pour cerner au mieux les tenants du contrôle des sociétés. Deuxièmement, la construction de bases de données comprenant la structure de l'actionnariat en droits de vote semble plus à même de renforcer le pouvoir explicatif des mécanismes de contrôle. Bien que droits pécuniaires et droits de vote exhibent des schémas d'analyse similaires, l'intérêt premier d'une base de données double réside dans la détermination de la distorsion du contrôle entre actionnaires internes mais également vis-à-vis des investisseurs externes. Enfin, le conseil d'administration des sociétés de l'échantillon ne semble pas être un déterminant essentiel de leur performance, et paraît au contraire être cantonné à un rôle restreint de représentation des actionnaires de contrôle dans la plupart des cas.

Comme nous l'avons souligné, la concentration de l'actionnariat ne constitue pas une condition suffisante, à l'exception notable de la présence d'actionnaires individuels au capital des sociétés, tandis que sa dispersion induit généralement un effet négatif. On peut dès lors considérer que la concentration réduit les coûts de dispersion mais également s'interroger sur l'existence potentielle de coûts engendrés par la structure de propriété. Eu égard aux déterminants usuels de la liquidité mis en évidence en première partie, nous pensons que la structure de l'actionnariat ainsi que l'identité des actionnaires de contrôle peut influencer de manière significative la liquidité des titres des sociétés, spécifiquement son coût. De même, nous avons démontré l'aspect bénéfique de la distorsion du contrôle sur les coûts de

dissension pour notre échantillon. La raison principale invoquée réside dans le fait que les actionnaires disposant d'une démultiplication de leur contrôle sont ceux de premier rang, facilitant d'autant la convergence des intérêts. En revanche, les titres du flottant présentent un attrait moindre pour les investisseurs externes en raison du contrôle réduit qu'ils octroient relativement aux actions à droit de vote double. On peut en inférer une diminution de la liquidité, par suite une augmentation du coût du service d'immédiateté pour l'ensemble des titres échangés de la société, et ce d'autant plus que la distorsion du contrôle peut accentuer le caractère de stabilité des participations des grands actionnaires (donc diminuer la rotation du flottant), ou encore envoyer un signal d'expropriation potentielle aux investisseurs externes. Nous privilégions donc l'approfondissement de ce coût caché de la liquidité, la relation liant la structure de propriété et le coût du service d'immédiateté, ainsi que l'influence de la distorsion du contrôle faisant l'objet de la troisième partie.