

TROISIÈME PARTIE : L'ANALYSE CROISÉE DE LA LIQUIDITÉ ET DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE

INTRODUCTION À LA TROISIÈME PARTIE

La troisième partie répond explicitement à la problématique d'arbitrage entre les gains du contrôle et les coûts de la liquidité.

Dans un premier temps, le chapitre 7 procède à l'étude analytique des modélisations opérant le lien entre la concentration de la propriété des firmes et la liquidité de leurs titres. L'examen de la critique de Bhidé [1993] constitue le point de départ de la réflexion sur le coût de contrôle de la liquidité. L'introspection des modélisations théoriques y faisant suite permet de mettre en avant une taxinomie temporelle et typologique de l'ensemble des coûts de la liquidité : coûts de court ou long termes, de contrôle mais également informationnels. La place prépondérante de la concentration du capital au sein des modélisations présentées, et dans une moindre mesure de l'identité des actionnaires de contrôle ainsi que des droits de vote pour certains travaux, nous incite à approfondir les implications de la structure du capital et des droits de vote sur les bénéfices du contrôle mais également sur les coûts de la liquidité. D'autre part, le chapitre 8 fait suite à la définition de notre cadre d'analyse théorique. Après une revue de littérature sur les études empiriques antérieures, nous proposons dans un deuxième temps nos hypothèses de travail sur le lien entre la concentration de la propriété, le coût de la liquidité et la performance des sociétés. Nous présentons dans un troisième temps les résultats des tests sur notre échantillon de sociétés cotées sur Euronext Paris. Enfin, nous concluons par la réponse à l'interrogation de Holmström et Tirole [1993] sur la possibilité de bénéficier à la fois de l'avantage du contrôle effectif d'actionnaires majoritaires et de la surveillance du marché à moindre coût.

CHAPITRE 7 – L'ANALYSE THÉORIQUE DU LIEN ENTRE STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LIQUIDITÉ

INTRODUCTION AU CHAPITRE 7

Le chapitre 7 pose avant tout les jalons théoriques de notre cadre d'étude en exposant l'ensemble des modélisations essentielles à l'appréhension du lien entre la concentration de la structure de propriété et la liquidité.

L'ouverture du débat se situe à notre sens par la critique forte de Bhide [1993] sur le développement des marchés financiers néfaste au contrôle efficient des dirigeants par des actionnaires somme toute peu incités à le mettre en œuvre, en raison de l'éparpillement de leurs participations et des coûts fixes importants voire irrécupérables du contrôle.

La section 1 introduit évidemment la dialectique de Bhide, la raison principale étant à trouver dans son caractère synthétique et annonciateur des développements majeurs sur les modélisations opérant le lien entre structure de propriété et liquidité qui font l'objet de la section 2.

Enfin, nous proposons en section 3 une synthèse comparative des modèles fonction de leur positionnement relativement à l'influence de la liquidité sur la valeur de la firme, respectivement d'arbitrage (Holmström et Tirole [1993]), de résolution des coûts de contrôle (Maug [1998]), d'influence indirecte (Kahn et Winton [1998]) voire secondaire (Bolton et Von Thadden [1998]). Nous insistons sur une nomenclature de la nature et de la temporalité des coûts de la liquidité, ainsi que du rôle essentiel de la concentration du capital afin de délimiter le cadre théorique de notre étude.

SECTION 1 – L'ACCROISSEMENT DE LA LIQUIDITÉ AU DÉTRIMENT D'UNE GOUVERNANCE EFFICACE : LA CRITIQUE FONDATRICE DE BHIDE [1993]

L'exposé de Bhide [1993] est à notre sens fondateur dans la mesure où se retrouvent en filigrane les développements théoriques sur les liens existant entre liquidité des titres, structure de propriété et valeur de la firme. Nous exposons ainsi l'intuition de l'auteur afin de mettre en lumière les modélisations postérieures pressenties.

1. LA DIMINUTION DES COÛTS DE SORTIE ENTRAÎNE UN ACCROISSEMENT DES COÛTS DE CONTRÔLE

« And, the benefits of stock market liquidity must be weighed against the costs of impaired governance. »,
Bhide [1993] page 31.

Bhide [1993] porte une critique soutenue sur l'influence selon lui négative des réglementations américaines visant à restaurer la confiance des investisseurs minoritaires dans les marchés de capitaux. En apportant une plus grande protection aux petits actionnaires contre le pouvoir discrétionnaire des dirigeants, l'échange initié ou encore la manipulation des cours de marché, les pouvoirs publics américains ont contribué à accroître la liquidité des marchés financiers, au détriment d'une gouvernance efficace des entreprises ; effet d'autant plus pervers que contraire à l'intérêt des actionnaires minoritaires.

Le raisonnement de l'auteur repose sur l'existence d'un coût de contrôle de la liquidité. L'auteur discrimine l'ensemble législatif²⁷⁵ décourageant le mécanisme de gouvernance qu'est l'actionnaire de contrôle. Ainsi, les contraintes de diffusion de l'information des dirigeants envers les actionnaires, la responsabilité pénale conjointe des actionnaires majoritaires (majorité absolue ou relative), les sanctions pénales de l'échange initié, ou encore les règles à l'encontre de la manipulation du marché et relatives à l'encadrement des intermédiaires financiers engendrent un accroissement substantiel des coûts de contrôle pour les actionnaires importants. En parallèle, le développement des marchés financiers se traduit par un accroissement de la liquidité des titres des sociétés. La conséquence directe en est une diminution du coût de diversification des investisseurs mais également des coûts de sortie du capital des sociétés.

Bhide [1993] en conclut un encouragement du dispositif réglementaire à la passivité des actionnaires puisque l'augmentation des coûts de contrôle (absolus et relatifs) et la dispersion induite de l'actionnariat diminuent la probabilité d'émergence de grands actionnaires et complexifie la mise en œuvre d'actions collectives.

L'auteur souligne toutefois les gains attendus de l'accroissement de la liquidité sur la possibilité de prise de contrôle ou sur la diminution du coût du capital des sociétés mais considère que ces effets positifs sont plus que compensés par la déficience de contrôle qu'implique la liquidité du marché. En effet, la surveillance du marché est moins efficace car

²⁷⁵ Bhide [1993] fait référence aux lois Securities Acts de 1933 et 1934.

l'évaluation des dirigeants demande l'accès à une information privée stratégique complexe, que seul un actionnaire de contrôle peut acquérir, contrairement aux analystes extérieurs.

L'analyse de Bhide [1993] prend ainsi pour position principale une définition des coûts d'agence comme coûts de contrôle (plus précisément d'absence de contrôle).

2. L'ANNONCE DES DÉVELOPPEMENTS ANALYTIQUES ULTÉRIEURS

Les travaux de Bhide [1993], portent en germe les modélisations théoriques du lien entre la structure de propriété et la liquidité des titres d'une société, tels les modèles de Holmström et Tirole [1993], Maug [1998], Kahn et Winton [1998] ou encore Bolton et von Thadden [1998].

« [...] with increased institutional stockholding, the external scrutiny of public firms by Wall Street has risen. Increased liquidity may also have ameliorated the problem of fragmented stockholding by allowing takeover specialists to assemble blocks cheaply. But greater external scrutiny and the lower cost of assembling blocks cannot provide the same level of monitoring and discipline as active stockholding. », Bhide [1993], page 44.

Holmström et Tirole [1993] modélisent ainsi l'arbitrage entre coûts et bénéfices de la liquidité sur le plan informationnel, l'accroissement de la liquidité apportant un surcroît d'information au marché mais un coût de sélection adverse des agents informés au détriment des investisseurs pressés que ces derniers reporteront sur le coût du capital des sociétés.

Maug [1998] s'intéresse plutôt à la facilité d'émergence d'un bloc de contrôle rendu possible par l'accroissement de la liquidité des titres, solutionnant ainsi le problème de comportement de passager clandestin des actionnaires minoritaires à l'encontre de l'actionnaire de contrôle.

« [...], we may speculate that an optimal policy package will depend on several firm-specific factors such as the transparency of its business performance and strategy, the reputation of its active stockholders and managers, free cash flow patterns, and so on. », Bhide [1993], page 47.

Kahn et Winton [1998] remettent en cause l'influence directe de la liquidité d'un marché financier sur la décision d'intervention d'un grand actionnaire institutionnel, privilégiant plutôt l'efficacité informationnelle des prix et les attentes du marché comme facteurs principaux. Les auteurs en déduisent un impact équivoque de la microstructure des marchés financiers, privilégiant l'analyse des caractéristiques des sociétés comme déterminants de la valeur de la firme.

Enfin, nous présentons les travaux de Bolton et von Thadden [1998], qui évincent l'antagonisme entre concentration et dispersion du capital, les deux types de structure de propriété étant optimaux conditionnellement aux caractéristiques des sociétés et du marché de leurs titres.

SECTION 2 – LES MODÉLISATIONS THÉORIQUES OPÉRANT LE LIEN ENTRE STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LIQUIDITÉ

1. LIQUIDITÉ ET EFFICACITÉ INFORMATIONNELLE DES PRIX DE MARCHÉ : LE MODÈLE DE HOLMSTRÖM ET TIROLE [1993]

« [...] market liquidity improves performance evaluation [...] [but] monitoring service is not offered for free. », Holmström et Tirole [1993], page 696.

L'ARBITRAGE ENTRE BÉNÉFICES DE LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ ET COÛTS DE LA LIQUIDITÉ

Le modèle théorique d'Holmström et Tirole [1993] (H.T. ci après) repose sur l'idée que la structure de propriété d'une firme influence la valeur du mécanisme de surveillance de marché *via* son incidence sur la liquidité et l'efficacité informationnelle des prix. L'intuition du raisonnement peut se déduire de l'hypothèse centrale du modèle : une relation inverse entre le degré de concentration du capital d'une firme et la liquidité de ses titres sur le marché. Cette hypothèse reflète selon H.T. un pur effet mécanique.

H.T. prennent l'exemple d'un investisseur ayant un horizon d'investissement long terme et détenant une fraction significative du capital d'une firme. En diminuant sa participation, il accroît automatiquement le nombre de titres échangeables sur le marché, donc la liquidité du marché. Prenant appui sur le modèle de Kyle [1985] pour déterminer la microstructure du marché, cela se traduit pour H.T. par une augmentation à la fois du nombre d'investisseurs

pressés sur le marché, mais également de l'échange à motif informationnel. Il s'ensuit dans cette logique une augmentation de la valeur marginale de l'information pour l'agent informé, donc une surveillance et un volume d'échange accrus de sa part, augmentant par là même le contenu informationnel des prix de marché²⁷⁶. A partir du moment où l'efficacité informationnelle du marché est plus importante, les systèmes incitatifs de rémunération se basant sur l'évolution des prix des titres de la société permettent une meilleure convergence des objectifs des dirigeants avec ceux des actionnaires, à savoir la maximisation de la valeur de la firme. La limite à ce cercle vertueux réside dans le coût de la surveillance exercée par les agents informés. En effet, les investisseurs pressés supportent le coût *ex post* de l'amélioration de la liquidité puisqu'ils sont victimes de l'asymétrie informationnelle en provenance des agents informés. Sous l'hypothèse de rationalité, les investisseurs pressés anticipant cette perte *ex post* la reporteront sur le prix des titres de la société donc sur les anciens actionnaires. Au final, l'augmentation de la liquidité augmente la valeur de la firme par l'efficacité induite sur les contrats managériaux mais diminue la valeur de la firme par le coût supplémentaire associé à l'échange informé. Il s'ensuit un arbitrage nécessaire entre gains informationnels et coûts de la liquidité.

PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES

Le modèle de Holmström et Tirole [1993] analyse la structure de propriété comme résultante d'un arbitrage entre bénéfices et coûts informationnels.

L'encadré suivant énonce le schéma principal du modèle des auteurs.

Encadré 3. 1 – Le modèle de Holmström et Tirole [1993]

Cet encadré repose sur le modèle de Holmström et Tirole [1993].

Présentation du modèle

▪ Les agents

Le dirigeant, adverse au risque, détient une fraction constante du capital de la société. De plus, il perçoit une rémunération contractuelle non négociable sur la période. Son utilité

²⁷⁶ L'investisseur informé est en effet plus à même de tirer profit de son information privée au détriment des investisseurs pressés puisque leur plus grand nombre lui permet d'échanger avant que ses transactions ne diffusent son information sur le marché. Il sera donc disposé à investir dans l'acquisition d'informations tant que ce coût de surveillance équivaut au profit espéré de son échange avec les investisseurs pressés.

U dépend alors de sa rémunération I fonction de son implication dans la bonne conduite de la société (niveaux d'effort choisis (e_1, e_2) en périodes 1 et 2.

$$I = W + B \cdot \pi_1 + A \cdot p_1 + S \cdot (\pi_2 - A \cdot p_1)$$

$$U(I, e_1, e_2) = E(I) - \frac{r}{2} \cdot \text{var}(I) - c(e_1, e_2)$$

Avec :

W la part fixe de sa rémunération, $B \cdot \pi_1$, un bonus proportionnel au montant π_1 du résultat net de l'entreprise en période 1, une fraction S du capital détenu par les anciens actionnaires et $A \cdot p_1$ un bonus lié à l'accroissement de la valeur du titre de la firme²⁷⁷, et (e_1, e_2) les niveaux d'effort du dirigeant pour les périodes respectives.

$U(I, e_1, e_2) = E(I) - \frac{r}{2} \cdot \text{var}(I) - c(e_1, e_2)$ l'équivalent certain de la fonction d'utilité du dirigeant sous hypothèse d'absence d'actualisation, et r le coefficient absolu d'aversion au risque du dirigeant.

Les investisseurs, neutres au risque :

- Les anciens actionnaires qui détiennent également une fraction constante δ du capital de la société ; δ est stratégiquement choisi en fonction de considération de maximisation de la valeur de la firme et influence également le nombre d'investisseurs pressés – leur nombre diminue quand δ augmente (impliquant une diminution conjointe de la variation du nombre aléatoire d'actions que les investisseurs pressés vendent en cas d'événements inattendus).

- Les investisseurs pressés qui acquièrent les titres de la société comme investissement et sont susceptibles de revendre leurs titres lorsque des événements inattendus surviennent (chocs de liquidité). Le nombre d'actions vendues est une fonction décroissante de δ .

- L'investisseur informé : un unique spéculateur investissant dans l'acquisition d'information et échangeant sur la base de cette information avec les investisseurs pressés.

▪ La séquence d'événements

Le modèle fonctionne sur trois périodes.

Période 0 – Création de la société

Les anciens actionnaires emploient un dirigeant et cèdent une fraction $(1 - \delta)$ du capital de leur société au prix p_0 tel que les investisseurs pressés aient un profit espéré nul.

Période 1

Le dirigeant choisit (e_1, e_2) , reçoit la rémunération $W + B \cdot \pi_1$ ainsi qu'une fraction S du capital δ détenu par les anciens actionnaires et le bonus $A \cdot p_1$, indépendamment des résultats de première période.

²⁷⁷ En prenant le prix p_1 de l'action comme mesure de l'accroissement de valeur, H.T. posent implicitement 0 comme référence de calcul, ce qui n'est pas problématique en soi dans la mesure où le changement du terme constant de référence peut toujours trouver contrepartie dans la fixation du salaire fixe.

La société dégage un résultat $\pi_1 = e_1 + \varepsilon_1$, la part nette de rémunération du dirigeant $((1 - B) \cdot \pi_1 - W)$ étant entièrement distribuée et déterminée à la fois par l'action du dirigeant (e_1) mais également en raison de facteurs externes à son emprise (ε_1), de variance σ_1^2 .

Le spéculateur observe un signal $s = e_2 + \theta + \eta$ lui donnant une indication sur la valeur fondamentale de société à la date 1 et sur sa valeur liquidative à la date 2, s étant corrélé avec π_2 (le profit de la firme en période 2), (θ, η) étant des variables aléatoires de variances respectives $(\sigma_\theta^2, \sigma_\eta^2)$.

De plus, le spéculateur peut améliorer la précision du signal en investissant dans l'acquisition d'information, en choisissant σ_η^2 au coût $g\left(\frac{1}{\sigma_\eta^2}\right)$. Plus le spéculateur investit dans la collecte d'information, plus la précision de son information est grande (un faible σ_η^2 reflète donc une information de meilleure qualité/précision). Enfin, le marché ne peut observer ni s , ni σ_η^2 .

Enfin, les investisseurs pressés et le spéculateur échangent les titres de la société sur le marché au prix d'équilibre p_1 .

Période 2

La société dégage un résultat net $\pi_2 = e_2 + \theta + \varepsilon_2$ et est entièrement liquidée. π_2 est déterminé par l'action du dirigeant (e_2) - et des facteurs externes ($\theta + \varepsilon_2$), (θ) étant observé par le spéculateur. $(e_2 + \theta)$ est la valeur de la firme après la période 1, ε_2 étant le changement imprévu de la valeur de la firme sur la période 2.

Le dirigeant reçoit en prime le montant $A \cdot p_1$, les actionnaires recevant la valeur résiduelle de la firme $p_2 = \pi_2 - A \cdot p_1$, dont le dirigeant puisque détenant lui-même une fraction S du capital.

▪ L'économie et le mécanisme de découverte des prix

L'économie se restreint à l'échange d'un seul actif sur le marché.

H.T. reprennent la modélisation de Kyle [1985] déterminant les prix des actifs sur un marché financier avec investisseurs informés. Dans ce modèle, les agents déterminent leur demande d'actifs, les prix étant définis par des teneurs de marché en concurrence à la Bertrand et par une condition de profit nul sur la demande agrégée. De plus, les prix ne révèlent pas l'ensemble de l'information disponible puisque les transactions des investisseurs informés sont dissimulées par celles des investisseurs pressés, l'échange s'effectuant comme toujours au détriment de ces derniers.

H.T. posent $q = y + x$, la demande agrégée, somme des demandes des investisseurs pressés (y) et du spéculateur (x), de variances respectives (σ_y^2, σ_x^2) .

Le modèle de Kyle [1985] définit alors la fonction objectif de l'agent informé telle que la quantité qu'il échange maximise son espérance de profit conditionnellement à l'information qu'il détient sur la valeur finale de l'actif, ici :

$$\text{Max} : ER = E\left[\left(V(\pi_2) - p_1\right) \cdot x \mid V(\pi_2)\right]$$

Avec $V(\)$ la valeur de la firme.

H.T. considèrent σ_y^2 comme la mesure de la liquidité. Sous l'hypothèse que le nombre d'investisseurs pressés est proportionnel à $(1 - \delta)$, un accroissement de δ réduit la liquidité du marché.

Résultats théoriques principaux

▪ **Une plus grande liquidité du marché accroît l'acquisition d'information par le spéculateur**

H.T. montrent que l'espérance de gain du spéculateur est :

$$ER = \frac{\sigma_y \cdot \sigma_\theta^2}{2 \cdot (\sigma_\theta^2 + \bar{\sigma}_\eta^2)^{1/2}}$$

On en conclut aisément que le gain du spéculateur augmente sous une double influence : un effet direct de l'accroissement de la liquidité du marché σ_y , et un effet indirect de son degré d'investissement dans l'acquisition d'information se traduisant par une diminution de $\bar{\sigma}_\eta^2$. Le raisonnement sous-jacent est le suivant : plus le marché est liquide, moins les prix sont sensibles aux transactions du spéculateur²⁷⁸ ; la valeur marginale de l'information s'accroît, donc l'acquisition d'information par le spéculateur.

De plus, le comportement du spéculateur eu égard à son objectif d'espérance de rendement n'est aucunement affecté par le comportement du dirigeant. En revanche, l'action du spéculateur – le choix de $(\bar{\sigma}_\eta^2)$ - entraîne une plus grande variance des prix de marché de l'action de la société :

$$\text{var}(p_1) = \frac{\sigma_\theta^4}{2 \cdot (1 + A)^2 \cdot (\sigma_\theta^2 + \bar{\sigma}_\eta^2)}$$

▪ **La surveillance de marché devient un mécanisme plus efficient**

H.T. montrent que l'accroissement de la variance des prix sous l'effet indirect d'une augmentation de la liquidité déterminant l'action du spéculateur améliore l'action de surveillance du marché par le biais d'un contrat managérial plus efficient.

Un contrat managérial efficient est déterminé sous forme de maximisation de fonction sous contrainte. La fonction objectif est la maximisation du profit joint des actionnaires et du dirigeant issu de la bonne gestion de la firme – profit net du gain du spéculateur et des coûts d'effort et d'aversion au risque du dirigeant. La contrainte consiste dans le choix de l'effort du dirigeant de manière à maximiser la différence entre sa rémunération et le coût de son effort.

$$\begin{aligned} & \text{Max} \left\{ E[\pi_1 + \pi_2] - ER - \frac{r}{2} \text{var}(I) - c(e_1, e_2) \right\} \\ & \text{s.c.}(e_1, e_2) : \text{Max} \{ a_1 \cdot e_1 + a_2 \cdot e_2 + b \cdot e_2 - c(e_1, e_2) \} \end{aligned} \quad 279$$

²⁷⁸ Le spéculateur masque plus facilement son information dans les transactions avec les investisseurs pressés.

²⁷⁹ La formulation de la contrainte nécessite quelques commentaires. a_1 réfère au bonus $B \cdot \pi_1$ associé à l'effort e_1 du dirigeant. a_2 est à relier avec la valeur S des actions qui lui sont transférées, valeur qui dépend de π_2 donc de e_2 . Enfin, b réfère au bonus $A \cdot p_1$ et dépend de l'effort e_2 du dirigeant car le prix p_1 est déterminé par la demande du spéculateur qui observe le signal s sur l'effort fourni e_2 par le dirigeant.

H.T. montrent que l'équilibre est tel que :

$$\frac{b}{a_2} = \frac{\sigma_2^2}{\sigma_\theta^2 + 2 \cdot \sigma_\eta^2}$$

Autrement dit, une augmentation de σ_2^2 accroît la partie de la rémunération du dirigeant liée aux prix $A(p_1)$ relativement à celle liée à la valeur de liquidation de la firme $S(\pi_2)$ - cette dernière devenant plus incertaine. L'effet est inverse pour une diminution du contenu informationnel des prix p_1 lorsque σ_η^2 augmente - de par le moindre investissement du spéculateur dans l'acquisition d'information lié à un marché peu liquide.

De plus, H.T. montrent que l'incitation du dirigeant à fournir les efforts (e_1, e_2) diminuent avec un accroissement de la volatilité des facteurs externes à son contrôle (σ_1, σ_2) , un investissement moindre dans l'acquisition d'information par le spéculateur - une plus grande variance σ_η^2 , donc des prix moins informatifs et une diminution de la liquidité σ_y . Autrement dit, les coûts d'agence du dirigeant croissent sous l'influence notamment d'une augmentation de la concentration de la structure du capital de par ses effets directs sur la liquidité et indirects sur le comportement du spéculateur²⁸⁰.

▪ Le coût de l'efficience

Enfin, l'effet vertueux de la liquidité a un coût s'exprimant au travers de la prime de liquidité sur le prix initial p_0 demandée par les investisseurs pressés rationnels. Sous l'hypothèse que les investisseurs pressés font un profit nul en moyenne, que les anciens actionnaires cèdent une partie $(1-\delta)$ du capital de la société, le prix p_0 auquel les investisseurs pressés sont prêts à acquérir les titres de la firme est :

$$(1-\delta) \cdot p_0 = (1-\delta) \cdot E[(\pi_1 - B \cdot \pi_1 - W) + [\pi_2 - A \cdot p_1]] - ER$$

Comme ER dépend de (σ_y) , l'accroissement de liquidité se traduit par un coût du capital plus important pour la société.

Le modèle de Holmström et Tirole [1993] apporte les réponses suivantes au lien entre concentration de la structure de propriété et liquidité :

- Une augmentation de la valeur de la firme par le biais d'un contrat managérial plus efficace, impliquant une plus grande efficacité du comportement du dirigeant ;
- Une diminution de la valeur de la firme au travers de la prime de liquidité grevant le coût du capital de la société.

²⁸⁰ Cette assertion suppose une fonction de coût de l'effort de forme quadratique et la substituabilité des actions du dirigeant en périodes 1 et 2. Le lecteur averti pourra se référer avec profit à la démonstration de cette conclusion dans Holmström et Tirole [1993], pages 694-696.

- L'amélioration de la liquidité du marché résulte d'un arbitrage entre coûts d'agence et coûts informationnels, le degré de concentration du capital étant tel que :

$$(\delta): \text{Max}\{V(\delta) - ER(\delta)\}$$

Avec $V(\delta)$ la valeur de la firme.

H.T. proposent l'émission d'actions avec droits de vote différenciés pour bénéficier des avantages à la fois du contrôle et de la surveillance de marché sur la performance de la firme. En effet, des actions à droits de vote supérieur permettraient d'assurer un contrôle efficace des grands actionnaires avec une participation en capital moindre, augmentant conjointement la liquidité du marché donc l'incitation à la performance du dirigeant. H.T. soulignent toutefois les problèmes supplémentaires liés à l'émission de telles classes d'actions, notamment le transfert efficient du contrôle ou le désintérêt des investisseurs pour des actions à droits de vote inférieurs, ce qui aurait pour effet au contraire de diminuer la liquidité des titres sur le marché.

Le modèle est toutefois sujet à certaines critiques.

La mesure de la liquidité est restrictive puisqu'elle traduit une plus ou moins grande volatilité de la demande des investisseurs pressés, le modèle n'intégrant pas toutes les dimensions de la liquidité.

La structure de propriété est appréhendée par un degré de concentration global et ne permet pas de prendre en compte des différences de répartition du capital entre les actionnaires. De plus, la structure de propriété est appréhendée sur le marché primaire et ne donne pas d'indications sur le marché secondaire.

Le contrôle du marché est le seul mécanisme de gouvernance mis en évidence pour régler les conflits d'agence entre le dirigeant et les actionnaires. H.T. ne s'en cachent pas et considèrent que leur modèle, bien qu'adoptant une approche unidimensionnelle, permet d'éclairer l'influence du facteur liquidité sur la performance des sociétés. H.T. incorporent toutefois l'activité de contrôle d'un grand actionnaire dans leur modèle de manière complémentaire. Sous l'hypothèse de l'existence d'information stratégique sur une amélioration opérationnelle de la firme – et non sur la performance du dirigeant²⁸¹ – augmentant la valeur de la firme, le coût d'acquisition de cette information entraîne soit une augmentation de la concentration de

²⁸¹ Dans ce cas, le dirigeant peut être contraint uniquement par la menace de contrôle du marché en fonction de l'évaluation par ce dernier de sa performance, menace dont l'intensité dépend de la probabilité de réussite d'une prise de contrôle ou d'une bataille de procurations, dépendantes à leur tour de la concentration du capital.

la propriété – donc une diminution de la liquidité – pour capter les bénéfices de cette information et compenser le coût de passer clandestin des actionnaires minoritaires, soit un renoncement à l'acquisition de cette information stratégique. Ce choix dépend alors de la valeur de l'information.

Ce contrôle du marché est indirect puisqu'il passe par un moyen précis : l'efficiences du contrat managérial découlant de l'efficiences informationnelle des prix de marché, via l'acquisition d'information spéculative ; le contrôle du marché ne procède pas de prise de contrôle.

2. LA RÉOLUTION DES COÛTS DE CONTRÔLE PAR LE MARCHÉ SECONDAIRE : LE MODÈLE DE MAUG [1998]

« The impact of liquidity on corporate control is unambiguously positive. », Maug [1998], page 66

L'IMPACT INDUBITABLEMENT POSITIF DE LA LIQUIDITÉ SUR LES COÛTS D'ENGAGEMENT

Maug [1998] analyse la décision d'un grand actionnaire d'investir ou non dans le contrôle d'une société, son implication se traduisant par le niveau de sa participation. Cet actionnaire principal retire un gain direct de son activité de contrôle par l'augmentation de la valeur de la firme, ou indirect par l'échange sur base de son information privilégiée sur le marché avec les investisseurs pressés. Cependant, ces deux moyens traduisant l'espérance de gain du grand actionnaire sont soumis respectivement :

- d'une part à un problème de passager clandestin classique de la part des actionnaires minoritaires, puisque ces derniers tirent conjointement avantage d'un accroissement de son activité de contrôle, tandis qu'il en supporte seul le coût ;
- d'autre part à la liquidité du marché puisque de cette dernière dépend sa possibilité d'échanger avec les investisseurs pressés.

Le choix d'investissement du grand actionnaire dépend alors des liens de ces deux facteurs contradictoires avec son niveau d'engagement : Maug [1998] distingue un effet d'engagement dans la mesure où l'actionnaire principal est incité à accroître sa participation de manière à capter une plus grande partie des gains du contrôle, et un effet liquidité puisque l'augmentation de sa participation diminue la liquidité de marché.

Maug [1998] montre que la stratégie optimale de l'actionnaire principal s'effectue en deux temps :

- dans un premier temps, il acquiert une participation significative du capital mais dans des proportions insuffisantes pour compenser les coûts potentiels du contrôle par un gain en capital sur cette participation initiale ; cette décision dépendant entre autres de la perception future de la liquidité du marché.
- l'activité de contrôle reste toutefois rationnelle sous la double condition que le marché soit suffisamment liquide et les prix non parfaitement révélateurs²⁸². Un marché liquide permet en effet à l'actionnaire principal d'acquérir une participation additionnelle nécessaire pour posséder le pouvoir effectif d'exercer son contrôle. De plus, il tire profit de l'échange en acquérant cette participation additionnelle à un prix inférieur à la valeur réelle de l'entreprise suite à son activité de contrôle – couvrant ainsi le reliquat de son coût de contrôle – s'il peut masquer son information privée dans l'échange avec les investisseurs pressés.

Pour l'auteur l'impact de la liquidité du marché est indubitablement positif car elle incite au contrôle d'un actionnaire de grande taille. La diffusion de la structure de propriété n'exclut pas le contrôle, au contraire, puisque la liquidité *ex post* des titres de la société incite au contrôle *ex ante* d'un actionnaire de contrôle potentiel dans un premier temps, dans la mesure où il en tire avantage en composant un bloc de titres sur le marché secondaire dans un second temps.

La différence principale avec H.T. réside dans le mécanisme de gouvernance : le grand actionnaire, seul capable d'augmenter la valeur de la firme en imposant une restructuration, le dirigeant étant dans l'incapacité d'améliorer la performance de la firme. Dans ce modèle, le dirigeant a donc un comportement passif. De plus, la concentration de la structure de propriété est déterminée de manière endogène à la fois sur les marchés primaire et secondaire, la structure de propriété étant déterminée uniquement sur le marché primaire pour H.T. Enfin, le coût d'agence est un coût de contrôle dans le modèle de Maug [1998] alors qu'il s'agit d'un coût informationnel pour H.T. [1993].

²⁸² Autrement dit, que les investisseurs pressés ne puissent observer l'action de contrôle de l'actionnaire principal et son impact sur la valeur de la firme.

PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES

Le modèle de Maug [1998] analyse la liquidité des titres de société induite par la diffusion de sa structure de propriété comme facteur encourageant le mécanisme de contrôle d'un grand actionnaire.

L'encadré suivant énonce le schéma principal du modèle de l'auteur.

Encadré 3. 2 – Le modèle de Maug [1998]

Cet encadré repose sur le modèle de Maug [1998].

Présentation du modèle**▪ Les agents**

Le dirigeant, au rôle passif, assure un profit $\tilde{v} = L$ des actifs de la société, étant dans l'incapacité d'améliorer la performance de la firme.

Les investisseurs sont tous neutres au risque, et investissent soit dans les titres de la société, soit dans l'actif sans risque au rendement nul. On distingue deux types :

- une myriade d'investisseurs pressés aux participations identiquement distribuées, détenant l'intégralité du capital de la société. Ces investisseurs cèdent une partie α du capital de la firme au prix P_0 à un investisseur unique F . L'auteur considère alors que la liquidité du marché est d'autant plus importante que les investisseurs cèdent une faible part α de leurs actions. Les investisseurs pressés sont également soumis à des chocs de liquidité aléatoires avec une probabilité $1/2$ que ϕ investisseurs ($0 < \phi < 1$) vendent l'ensemble de leurs actifs $\{\phi \cdot (1 - \alpha)\}$, et une probabilité $1/2$ qu'aucun investisseur ne soit forcé de vendre ses actifs.
- un grand actionnaire F qui, s'il dispose d'un pouvoir suffisant, est en mesure de restructurer la société induisant un profit $\tilde{v} = H$, ($H > L$), en supportant un coût de contrôle c_M . S'il décide d'exercer son contrôle, F doit détenir une quantité de titres $\alpha + x_B > \mu$, avec x_B une quantité additionnelle acquise sur le marché secondaire si α est insuffisant pour atteindre le seuil de contrôle minimal μ .²⁸³ Enfin, les probabilités d'intervention ou non de F sont respectivement q et $(1 - q)$.

▪ La séquence d'événementsPériode 1

Les actions de la société sont émises au prix P_0 , partagées entre la participation α du grand actionnaire et les participations agrégées $(1 - \alpha)$ des investisseurs pressés.

²⁸³ Ce seuil de contrôle n'est pas forcément égal à 50% : il peut être inférieur à la majorité absolue des droits de vote puisque le contrôle effectif de l'entreprise dépend d'autres facteurs tels l'activisme des actionnaires minoritaires ou encore la possibilité de coopération entre investisseurs de tailles différentes, ou supérieur lorsque les décisions de restructuration demandent une majorité qualifiée.

Période 2

L'actionnaire principal effectue un choix entre l'achat d'une quantité x_B de titres pour exercer son contrôle ou se désengager par la vente d'une quantité x_S de titres, ces deux événements ayant donc pour probabilités respectives $\{q, (1-q)\}$.

Les investisseurs pressés sont soumis au choc de liquidité.

Les teneurs de marché déterminent le prix P_1 des actions de la société après avoir observé le flux d'ordres global des investisseurs pressés et du grand actionnaire.

La séquence du flux d'ordres est un point clé dans le modèle, l'actionnaire principal déterminant son choix avant le flux d'ordres des investisseurs pressés, il existe une probabilité non nulle que les prix soient révélateurs.

La société réalise un profit entièrement distribué.

▪ L'économie et le mécanisme de découverte des prix

L'économie et le mécanisme de découverte de prix sont quasi identiques au modèle de Holmström et Tirole [1993], à savoir un seul actif échangé et des prix déterminés en présence d'un agent informé (Kyle [1985]) – la différence résidant principalement dans le fait que l'investisseur informé n'est pas un spéculateur mais l'actionnaire principal.

Pour que les prix ne soient pas révélateurs, le teneur de marché ne doit pouvoir faire la différence entre le cas où F achète x_B et les investisseurs pressés vendent $\phi \cdot (1-\alpha)$ de celui où l'actionnaire principal vend x_S et que les investisseurs pressés ne soient pas soumis à un choc de liquidité. En transformant la vente de x_S en achat avec $x_S < 0$, la condition nécessaire réside dans la capacité de l'actionnaire principal à camoufler son échange avec le flux d'ordres des investisseurs pressés :

$$x_S + 0 = x_B - \phi \cdot (1-\alpha) \Leftrightarrow x_B - x_S = \phi \cdot (1-\alpha)$$

Ainsi, le choix de \bar{x}_B , détermine la quantité x_S que F doit vendre pour camoufler son information privée dans le flux d'échange total.

Le teneur de marché détermine ensuite son prix P_1 conditionnellement à l'observation du flux d'ordres global.

Maug prend l'hypothèse de travail²⁸⁴ selon laquelle F choisit x_B et x_S de manière symétrique: $x_B = -x_S = \frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} = u$.

Il en résulte quatre combinaisons du flux d'ordres global remplissant la condition nécessaire de dissimulation du flux d'ordres de l'agent informé (tableau 3.1) :

$$\{u, u_F, 0_{AM}\} \quad \{-u, u_F, -2u_{AM}\} \quad \{-u, -u_F, 0_{AM}\} \quad \{-3u, -u_F, -2u\}$$

{Flux global, Flux informé(F), Flux pressé(Actionnaires minoritaires)}

²⁸⁴ Cette hypothèse de travail n'infirme aucunement le raisonnement mais permet d'en faciliter grandement la présentation. Le lecteur averti pourra se référer à la démonstration de Maug [1998], pages 90-92.

Tableau 3. 1 – Synthèse des flux d'échange conditionnellement à l'acquisition ou la vente additionnelles de l'actionnaire principal. Source Maug [1998], page 74

Flux d'ordres global	Transactions	Probabilités	Valeur de la firme	Prix déterminé par le teneur de marché
u	F achète u AM vendent 0	q	$q/2$	H
$-u$	F achète u AM vendent $2u$	q	$q/2$	H
$-u$	F vend u AM vendent 0	$(1-q)$	$(1-q)/2$	L
$-3u$	F vend u AM vendent $2u$	$(1-q)$	$(1-q)/2$	L

On en déduit facilement l'existence de deux équilibre de prix révélateurs $(u, -3u)$, et un équilibre de prix non révélateurs $(-u)$ car le teneur de marché ne peut discerner entre l'acquisition ou la vente de F .

La probabilité que F choisisse (u) est (q) , avec équiprobabilité²⁸⁵ des flux globaux $(u, -u)$, le premier révélant l'activité de contrôle de F donc la valeur H de l'entreprise, le second étant non révélateur, la firme ayant pour valeur $q \cdot H + (1-q) \cdot L$.

De même, la probabilité que F choisisse $(-u)$ est $(1-q)$, avec équiprobabilité des flux globaux $(-u, -3u)$, le second révélant l'inactivité de F donc la valeur L de l'entreprise, le premier étant non révélateur, la firme pouvant avoir pour valeur $q \cdot H + (1-q) \cdot L$.

Les prix P_1 déterminés par le teneur de marché conditionnellement au choix de F sont alors :

$$E[P_1 | Achat] = \frac{H}{2} + \frac{q \cdot H + (1-q) \cdot L}{2}$$

$$E[P_1 | Vente] = \frac{L}{2} + \frac{q \cdot H + (1-q) \cdot L}{2}$$

Résultats théoriques et principales implications

▪ Les déterminants du contrôle

Profits de l'actionnaire principal selon qu'il choisisse le contrôle ou non

S'il acquiert une participation additionnelle u et effectue conjointement son activité de contrôle, le profit de l'actionnaire principal est la somme des gains à l'échange et de la valeur de sa participation initiale, nette des coûts de contrôle (respectivement [entre crochets]) :

$$u \cdot [H - E(P_1 | Achat)] + \alpha \cdot H - c_M = \left[\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{1-q}{2} \cdot (H-L) \right] + [\alpha \cdot H] - [c_M]$$

S'il n'intervient pas dans la gestion de la société, son profit est la somme des gains à l'échange et de la valeur de sa participation initiale (respectivement [entre crochets]) :

$$-u \cdot [L - E(P_1 | Vente)] + \alpha \cdot L = \left[\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{q}{2} \cdot (H-L) \right] + [\alpha \cdot L]$$

²⁸⁵ Rappelons que les investisseurs pressés ont une probabilité $1/2$ de subir un choc de liquidité.

Comme à l'équilibre, le teneur de marché détermine P_1 tel que F choisisse indifféremment le contrôle ou non, la probabilité q est telle qu'il soit indifférent pour F d'intervenir ou non :

$$\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{1-q}{2} \cdot (H-L) + \alpha \cdot H - c_M = \frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{q}{2} \cdot (H-L) + \alpha \cdot L$$

On en déduit aisément la valeur de q d'équilibre :

$$q = \frac{1}{2} - \frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H-L))}{\phi \cdot (1-\alpha) \cdot (H-L)}$$

Les déterminants de l'espérance de gain de l'échange uniquement

L'espérance du gain de l'échange est :

$$ER = q \cdot \left[\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{1-q}{2} \cdot (H-L) \right] + (1-q) \cdot \left[\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{q}{2} \cdot (H-L) \right]$$

$$ER = (1-\alpha) \cdot \left[\frac{\phi}{2} \cdot q \cdot (1-q) \cdot (H-L) \right] = (1-\alpha) \cdot G$$

On s'aperçoit que F maximise²⁸⁶ G pour $q = \frac{1}{2}$.

En posant la mesure de liquidité de Kyle [1985]²⁸⁷ :

$$\lambda = \frac{E(P_1 | Achat) - E(P_1 | Vente)}{H-L} = \frac{\frac{H-L}{2}}{H-L} = \frac{1}{2}$$

$(1-\lambda)$ réfère à la profondeur²⁸⁸ du marché :

- lorsque $\lambda = 1$, les prix sont parfaitement révélateurs :
 $\lambda = 1 \Leftrightarrow E(P_1 | Achat) - E(P_1 | Vente) = H-L$; toute variation du flux d'ordres entraîne une variation proportionnelle des prix.
- lorsque $\lambda = 0$, les prix n'apportent aucune information :
 $\lambda = 0 \Leftrightarrow E(P_1 | Achat) = E(P_1 | Vente)$; le marché est alors infiniment profond, le flux d'ordres n'ayant pas d'impact sur les prix.
- lorsque $0 < \lambda < 1$, les prix contiennent une information partielle sur la valeur réelle de l'actif.

²⁸⁶ $G' = \phi/2 \cdot q \cdot (1-q) \cdot (H-L) = 0 \Leftrightarrow q = 1/2$, et il s'agit d'un maximum car $G'' = -\phi \cdot (H-L) < 0$.

²⁸⁷ Ici, λ est la dérivée du prix P_1 relativement au flux d'ordres.

²⁸⁸ $(1-\lambda)$ peut s'interpréter comme le flux d'ordres nécessaire pour faire varier les prix.

On peut ainsi transformer l'espérance de gain comme suit :

$$ER = (1 - \alpha) \cdot G = \frac{Var(\tilde{v})}{H - L} \cdot (1 - \lambda) \cdot \phi \cdot (1 - \alpha)$$

$$\text{Avec } Var(\tilde{v}) = q \cdot (1 - q) \cdot (H - L)^2 \quad 289$$

et $(1 - \lambda)$ la probabilité que les prix ne soient pas parfaitement révélateurs, *i.e.* que les variations de prix n'atteignent pas la valeur réelle de l'actif.

L'auteur montre ainsi que l'espérance de gain de l'échange dépend à la fois de la profondeur $(1 - \lambda)$ et de la liquidité du marché $\phi \cdot (1 - \alpha)$, mais également de la dispersion du profit de la société $Var(\tilde{v})$ ²⁹⁰.

Les déterminants du contrôle

Reprenons la condition déterminant q :

$$q = \frac{1}{2} - \frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H - L))}{\phi \cdot (1 - \alpha) \cdot (H - L)}$$

On s'aperçoit que q vaut $1/2$ lorsque le gain en capital de l'actionnaire principal sur sa participation initiale couvre son coût de surveillance : $c_M = \alpha \cdot (H - L)$

Il serait erroné de considérer que la stratégie du choix de q par F ne soit pas aléatoire car elle dépend de son coût de contrôle spécifique, coût qui représente son information privée.

La probabilité de contrôle de l'actionnaire principal dépend alors de deux facteurs :

- L'effet d'engagement

La probabilité d'intervention de F diminue avec le coût de contrôle c_M . Mais plus l'actionnaire principal détient une part initialement importante, plus les gains du contrôle sont importants : q est une fonction croissante de α puisque $(c_M - \alpha \cdot (H - L))$ diminue avec α . L'actionnaire principal est d'autant plus incité au contrôle qu'il investit dans le capital de la firme.

- L'effet liquidité

Plus l'engagement initial est important, plus la liquidité du marché est faible puisque le nombre d'actions potentiellement échangeables par les investisseurs pressés lors d'un choc de liquidité diminue. Le degré de liquidité ϕ est inversement relié à α : $\phi \cdot (1 - \alpha)$.

L'effet liquidité sur l'intervention de F est conditionnel au gain en capital sur la participation initiale relativement au coût de contrôle.

$$\text{Cas 1. } \alpha < \frac{c_M}{(H - L)}$$

La probabilité d'intervention q augmente avec la liquidité du marché puisque

$$-\frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H - L))}{\phi \cdot (1 - \alpha) \cdot (H - L)} < 0.$$

²⁸⁹ La variance du profit final de l'entreprise dépend de l'intervention ou non de l'actionnaire principal :

$$q \cdot \{H - [q \cdot H + (1 - q) \cdot L]\}^2 + (1 - q) \cdot \{L - [q \cdot H + (1 - q) \cdot L]\}^2 = q \cdot (1 - q) \cdot (H - L)^2$$

²⁹⁰ En fait, de l'incertitude qu'il fait peser sur son intervention puisque les valeurs de H et L sont intégrées par les agents, et non pas les probabilités q et $(1 - q)$.

$$\text{Cas 2. } \alpha > \frac{c_M}{(H-L)}$$

La probabilité d'intervention q diminue avec la liquidité du marché puisque $\frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H-L))}{\phi \cdot (1-\alpha) \cdot (H-L)} > 0$.

L'implication primordiale en est que si $\alpha \cdot (H-L) < c_M$, le gain en capital associé à la participation initiale de l'investisseur principal n'est pas suffisant pour couvrir les coûts de contrôle. Sous cette condition, l'actionnaire principal ne contrôlera pas s'il ne peut échanger, car l'échange sur le marché lui fournit une source de profit positive permettant de pallier le comportement de passager clandestin des actionnaires minoritaires : la liquidité du marché accroît la probabilité de contrôle.

Inversement, si $\alpha > \frac{c_M}{(H-L)}$, l'investisseur contrôlera toujours la société, même s'il n'a pas la possibilité d'échanger, car sa participation est suffisante pour couvrir son coût de contrôle : la liquidité du marché diminue toutefois son incitation car elle diminue également l'effet d'engagement – l'investisseur peut céder sa participation plus facilement.

L'impact de la liquidité sur le contrôle est donc contradictoire : un marché plus liquide permet à F de se désengager plus facilement, mais également d'acquérir des titres plus facilement en camouflant son information privée donc d'inciter au contrôle.

Pour déterminer quel effet l'emporte, Maug rend endogène le choix de α .

Endogénéité de la participation de l'investisseur principal

Le point crucial de l'endogénéité de α est une double source de profit pour F :

- En premier lieu, l'accroissement de valeur de la participation initiale : la différence entre le prix P_1 et le prix d'acquisition P_0 de sa participation initiale
- En second lieu, un profit transactionnel en période 2 lié à son information privée d'intervention ou non.

Etudions successivement la détermination du prix d'introduction de la société, pour en déduire l'impact sur la probabilité d'intervention de F .

- Le prix d'introduction de la société

Le prix P_0 est déterminé par l'ensemble des investisseurs pressés anticipant la perte potentielle liée à la probabilité $\phi/2$ de subir un choc de liquidité et d'être dans l'obligation d'échanger contre l'agent informé au prix $P_1 = L$ avec $v = L$ si F achète mais au prix $P_1 = q \cdot H + (1-q) \cdot L$ avec $v = H$ si F vend. Les actionnaires minoritaires anticipent alors une perte potentielle $H - [q \cdot H + (1-q) \cdot L]$ avec une probabilité $q \cdot \phi/2$ (lorsque F contrôle et les investisseurs pressés subissent le choc de liquidité). Il s'ensuit que P_0 est égal au prix *ex ante* contrôle ou non moins la perte potentielle en période 2 :

$$P_0 = q \cdot H + (1-q) \cdot L - \frac{q \cdot \phi}{2} \{H - [q \cdot H + (1-q) \cdot L]\}$$

$$P_0 = q \cdot H + (1-q) \cdot L - G$$

- L'engagement de l'investisseur principal

Inversement, F n'étant pas soumis au choc de liquidité, son espérance de profit relativement à son engagement initial est déterminée par le prix P_0 auquel il acquiert la participation α et le prix P_1 :

$$\alpha \cdot ([P_1] - [P_0]) = \alpha \cdot [(q \cdot H + (1-q) \cdot L) - [(q \cdot H + (1-q) \cdot L) - G]]$$

$$\alpha \cdot ([P_1] - [P_0]) = \alpha \cdot G$$

De plus, rappelons que son espérance de gain à l'échange est :

$$ER = (1-\alpha) \cdot G - q \cdot c_M$$

L'espérance de gain total de F est alors :

$$\alpha \cdot G + (1-\alpha) \cdot G - q \cdot c_M = G - q \cdot c_M$$

L'engagement initial α n'intervient pas directement dans l'espérance de profit de F , mais de manière indirecte dans la détermination de q , donc de G . L'espérance de gain de F ne dépend pas de l'amplitude de l'impact du contrôle sur la valeur finale de la firme H , car cette dernière est intégrée dans les prix, mais de l'incertitude que l'actionnaire principal fait peser sur son intervention ou non, donc de q .

F choisit $q = \hat{q}$ de façon à maximiser son profit total :

$$q = \hat{q} \Rightarrow \text{Max} : G - q \cdot c_M \Leftrightarrow (G - q \cdot c_M)' = 0 \quad \text{s.c.} (G - q \cdot c_M)'' < 0 \quad 291$$

On en déduit :

$$\hat{q} = \frac{1}{2} - \frac{c_M}{\phi \cdot (H - L)}$$

Rappelons que le prix P_1 est fixé par le teneur de marché tel que F soit indifférent au contrôle ou au désengagement, déterminant la condition suivante pour q :

$$q = \frac{1}{2} - \frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H - L))}{\phi \cdot (1 - \alpha) \cdot (H - L)}$$

Donc,

$$\hat{q} = \frac{1}{2} - \frac{c_M}{\phi \cdot (H - L)} = \frac{1}{2} - \frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H - L))}{\phi \cdot (1 - \alpha) \cdot (H - L)}$$

On en déduit aisément le niveau d'engagement de F :

$$\hat{\alpha} = \frac{c_M}{2 \cdot (H - L) - c_M} < \frac{c_M}{(H - L)} = \alpha$$

La conclusion est essentielle : F choisit un niveau d'engagement inférieur à celui qui lui permettrait de couvrir son coût de contrôle par un gain en capital, mais ce niveau d'engagement suffit pour inciter F au contrôle du fait des gains ultérieurs à l'échange attendus.

De façon endogène, un grand investisseur choisira toujours un niveau d'engagement faible dans un premier temps afin de ne pas être obligé au contrôle. L'incertitude sur son intervention lui garantit alors une espérance de gain à l'échange ultérieur sur la base de son information privée, et ce d'autant plus que le marché est liquide relativement aux coûts du

contrôle : $\hat{q} = \frac{1}{2} - \frac{c_M}{\phi \cdot (H - L)}$.

²⁹¹ $(G - q \cdot c_M)' = 0 \Leftrightarrow \frac{\phi}{2} \cdot (H - L) - \phi \cdot q \cdot (H - L) - c_M = 0$

$(G - q \cdot c_M)'' = -\phi \cdot (H - L) < 0$

Autrement dit, F anticipe qu'un engagement fort dès le début induit des coûts de contrôle futurs plus importants que de renoncer à une partie des gains en capital liés à son activité de contrôle. F investit donc dans une moindre mesure dans un premier temps, ce qui lui laisse la liberté de se désengager dans le futur ; mais F choisira de contrôler la société si le marché des titres de la firme est liquide afin de bénéficier de gains supplémentaires en acquérant une participation additionnelle à un prix inférieur à la valeur réelle de la firme suite à son contrôle.

Le raisonnement présent occultait deux paramètres pouvant influencer sur l'intervention de l'actionnaire principal :

- le seuil de majorité pour l'exercice effectif du contrôle par l'actionnaire principal ;
- la prise de contrôle hostile comme mécanisme substituable au contrôle d'un grand actionnaire.

▪ Les modalités du contrôle

Le seuil de majorité de contrôle

L'auteur analyse ainsi l'impact d'un seuil de vote μ pour rendre opérationnelle la restructuration de la société. Pour cela, la somme de la participation initiale avec l'acquisition additionnelle de titres de F doit être au moins égale à ce seuil :

$$\alpha + x_B \geq \mu \Leftrightarrow \alpha + \frac{\phi}{2} \cdot (1 - \alpha) \geq \mu$$

$$\underline{\alpha} \geq \frac{\mu - \frac{\phi}{2}}{1 - \frac{\phi}{2}}$$

Il existe donc une participation minimale $\underline{\alpha}$ que F doit détenir afin d'exercer son activité de contrôle de manière effective.

Cependant, F procédera à un contrôle effectif sous la condition que son profit global soit positif :

$$G - q \cdot c_M \geq 0 \Leftrightarrow q \leq 1 - \frac{2 \cdot c_M}{\phi \cdot (H - L)}$$

$$\text{On sait également que } q = \frac{1}{2} - \frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H - L))}{\phi \cdot (1 - \alpha) \cdot (H - L)}$$

On en déduit que :

$$q = \frac{1}{2} - \frac{2 \cdot (c_M - \alpha \cdot (H - L))}{\phi \cdot (1 - \alpha) \cdot (H - L)} \leq 1 - \frac{2 \cdot c_M}{\phi \cdot (H - L)}$$

$$\Rightarrow \bar{\alpha} \leq \frac{\phi}{\phi + 4 \cdot \left(\frac{H - L - c_M}{H - L} \right)}$$

Il existe symétriquement une limite supérieure $\bar{\alpha}$ de la participation initiale au-delà de laquelle F n'interviendra jamais car son profit global serait négatif.

F peut donc exercer son contrôle dans la fenêtre $[\underline{\alpha}, \bar{\alpha}]$.

On en déduit aisément l'impact de la liquidité : plus la liquidité de marché est importante, plus les bornes de cet intervalle s'éloignent l'une de l'autre²⁹². La liquidité a un impact positif sur les limites en terme de capital freinant l'intervention de F . La raison en est simple : plus le marché est liquide, plus la participation initiale de F peut être faible puisque le nombre d'actions disponibles à l'acquisition sur le marché secondaire est important. De plus, un accroissement du nombre d'investisseurs pressés sur le marché engendre un gain à l'échange plus important pour l'actionnaire principal, donc un accroissement de $\bar{\alpha}$.

L'imposition d'un seuil de majorité μ peut empêcher le mécanisme de contrôle d'être appliqué : en effet, une situation telle que $\mu \Rightarrow \underline{\alpha} > \bar{\alpha}$ impliquerait obligatoirement le renoncement au contrôle de F .

Il existe donc une limite supérieure $\bar{\mu}$ au seuil de majorité qualifiée au-delà de laquelle F n'interviendra pas :

$$\mu \leq \bar{\alpha} + \frac{\phi}{2} \cdot (1 - \bar{\alpha}) \Rightarrow \bar{\mu} = \frac{\phi}{2} + \frac{\phi \cdot \left(1 - \frac{\phi}{2}\right)}{\phi + \frac{4 \cdot (H - L - c_M)}{H - L}}$$

Cette limite supérieure du seuil de vote est également croissante avec la liquidité du marché²⁹³.

Enfin, si l'on pose un seuil de majorité minimal $\underline{\mu}$, avec $\underline{\mu} \leq \bar{\mu}$; $\underline{\mu} \Rightarrow \underline{\alpha} > \frac{c_M}{H - L}$, alors l'accroissement de la liquidité du marché diminue, toutes choses égales par ailleurs, la probabilité q d'intervention de l'actionnaire principal.

$$\underline{\alpha} \geq \frac{\underline{\mu} - \frac{\phi}{2}}{1 - \frac{\phi}{2}} > \frac{c_M}{H - L} \Leftrightarrow \underline{\mu} \geq \phi + (1 - \phi) \cdot \frac{c_M}{H - L} = \underline{\mu}$$

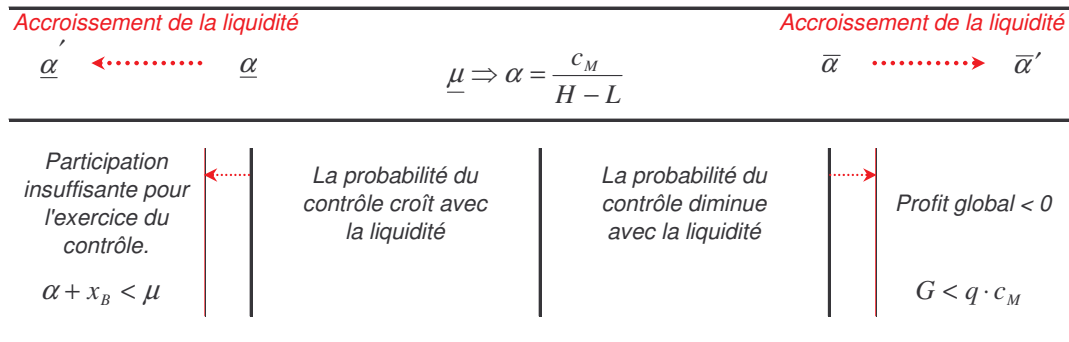
Autrement dit, F se voit contraint d'acquérir une participation initiale plus élevée, incitant au contrôle puisque le gain en capital de cette participation couvre le coût du contrôle. L'accroissement de la liquidité augmente le nombre d'actions disponibles sur le marché secondaire, diminuant la participation initiale nécessaire, mais également l'effet d'engagement, donc l'incitation au contrôle.

Au final, les règles de majorité imposées par les statuts de la société ne sont pas neutres sur l'intervention de F (tableau 3.2).

²⁹² En effet, le lecteur averti trouvera $\frac{\partial \underline{\alpha}}{\partial \phi} < 0$ et $\frac{\partial \bar{\alpha}}{\partial \phi} > 0$.

²⁹³ Le lecteur averti retrouvera $\frac{\partial \bar{\mu}}{\partial \phi} > 0$.

Tableau 3. 2 – Synthèse de l’impact de la liquidité avec prise en compte indirecte des seuils de majorité



La présence d’actionnaires minoritaires avec actions à droit de vote double suite à inscription en nominatif durant une période minimale induit une augmentation du seuil de majorité qualifiée freinant l’émergence d’un grand actionnaire voire empêchant la réalisation d’un équilibre de contrôle si cela entraîne $\underline{\alpha} > \bar{\alpha}$.

▪ **Les prises de contrôle hostiles**

Maug [1998] différencie le contrôle d’un grand actionnaire des prises de contrôle hostiles, dans la mesure où la restructuration est réalisée par la direction en place sous la pression d’un grand actionnaire dans le premier cas, tandis que les prises de contrôle hostiles se traduisent par une destitution de la direction actuelle par une nouvelle.

L’insertion du choix entre surveillance d’un grand actionnaire et prise de contrôle est chose aisée dans le modèle.

Soit :

s_M, s_T , les probabilités de succès respectivement de la surveillance du grand actionnaire et de la prise de contrôle (M, T)

c_M, c_T , leurs coûts respectifs avec $0 < c_M < s_M \cdot (H - L)$ et $0 < c_T < s_T \cdot (H - L)$

Le grand actionnaire F peut adopter désormais trois comportements différents en période 2 :

- (A) : vendre et ne pas intervenir ;
- (B) : acquérir une participation additionnelle et exercer son contrôle ;
- (C) : acquérir une participation additionnelle dans le but d’opérer une prise de contrôle hostile.

Maug suppose que le choix de F s’effectue entre (A) et (B) ou (A) et (C), et non pas entre (B) et (C), les choix de surveillance ou de prise de contrôle sont donc mutuellement exclusifs. Sous l’hypothèse que F effectue le choix du mécanisme de contrôle *ex ante*, on retrouve le cadre d’analyse précédent (tableau 3.3).

La détermination des prix du teneur de marché conditionnellement à la stratégie poursuivie est :

Tableau 3. 3 – Synthèse des flux d'échange conditionnellement à l'acquisition ou la vente additionnelles de l'actionnaire principal, selon le mécanisme de contrôle envisagé. Adaptation Maug [1998]

Mécanisme de contrôle : Grand Actionnaire.

Flux d'ordres global	Transactions	Probabilités	Valeur de la firme	Prix déterminé par le teneur de marché	
u	F achète u AM vendent 0	q_M	$q_M/2$	$s_M H + (1-s_M)L$	$s_M H + (1-s_M)L$
$-u$	F achète u AM vendent $2u$	q_M	$q_M/2$	$s_M H + (1-s_M)L$	$q_M s_M H + (1-q_M s_M)L$
$-u$	F vend u AM vendent 0	$(1-q_M)$	$(1-q_M)/2$	L	$q_M s_M H + (1-q_M s_M)L$
$-3u$	F vend u AM vendent $2u$	$(1-q_M)$	$(1-q_M)/2$	L	L

Mécanisme de contrôle : Prise de Contrôle Hostile.

Flux d'ordres global	Transactions	Probabilités	Valeur de la firme	Prix déterminé par le teneur de marché	
u	F achète u AM vendent 0	q_T	$q_T/2$	$s_T H + (1-s_T)L$	$s_T H + (1-s_T)L$
$-u$	F achète u AM vendent $2u$	q_T	$q_T/2$	$s_T H + (1-s_T)L$	$q_T s_T H + (1-q_T s_T)L$
$-u$	F vend u AM vendent 0	$(1-q_T)$	$(1-q_T)/2$	L	$q_T s_T H + (1-q_T s_T)L$
$-3u$	F vend u AM vendent $2u$	$(1-q_T)$	$(1-q_T)/2$	L	L

En suivant le même raisonnement que précédemment, on obtient les profits de l'actionnaire principal par mécanisme de gouvernance, conditionnellement au choix d'achat ou de vente en période 2 :

S'il achète u ,

$$\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{(1-q_j) \cdot s_j}{2} \cdot (H-L) \quad j = M, T.$$

S'il vend u ,

$$\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{q_j \cdot s_j}{2} \cdot (H-L) \quad j = M, T.$$

L'espérance de profit total de l'échange est donc

$$q_j \cdot \left[\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{(1-q_j) \cdot s_j}{2} \cdot (H-L) \right] + (1-q_j) \cdot \left[\frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot \frac{q_j \cdot s_j}{2} \cdot (H-L) \right] \quad j = M, T.$$

$$ER_j = \frac{\phi \cdot (1-\alpha)}{2} \cdot q_j \cdot (1-q_j) \cdot s_j \cdot (H-L) \quad j = M, T.$$

On peut écrire la condition d'équilibre des prix déterminés par le teneur de marché pour que F soit indifférent à l'utilisation d'un mécanisme de contrôle ou non F :

$$q_j = \frac{1}{2} - \frac{2 \cdot (c_j - \alpha \cdot (H-L))}{\phi \cdot s_j \cdot (H-L)} \quad j = M, T.$$

De manière similaire, la condition nécessaire à l'intervention de F réside dans un profit global positif ; on montre que la probabilité d'intervention est :

$$\hat{q} = \frac{1}{2} - \frac{c_j}{\phi \cdot s_j \cdot (H - L)} \quad j = M, T.$$

Maug établit les conditions du choix *ex ante* de F entre les deux mécanismes de contrôle.

En premier lieu, il convient de comparer les deux mécanismes en termes rapports des probabilités de succès relativement aux coûts : $\frac{s_M}{c_M}, \frac{s_T}{c_T}$.

Dans ce cas, la prise de contrôle bénéficie d'un avantage coût relatif si le rapport entre sa probabilité de succès et son coût est supérieur à celui du contrôle d'un grand actionnaire :

$$\frac{s_T}{c_T} \geq \frac{s_M}{c_M}, \text{ et inversement.}$$

Le choix d'un mécanisme de contrôle par rapport à l'autre est indifférent à la détermination des prix du teneur de marché puisque ces derniers ne dépendent pas du mécanisme choisi mais de la probabilité d'intervention ou non. On peut écrire la condition du choix *ex post* pour la prise de contrôle si F intervient :

$$c_T - c_M \leq \left[\frac{\phi \cdot (1 - \alpha)}{2} + \alpha \right] \cdot [(s_T - s_M) \cdot (H - L)]$$

La prise de contrôle comme mécanisme de gouvernance sera préférée à la surveillance d'un grand actionnaire si l'augmentation des gains en capital de la participation totale ($\alpha + x_B$) est supérieure à l'augmentation des coûts de contrôle.

On en déduit la condition *ex ante* nécessaire pour que F choisisse la prise de contrôle comme mécanisme de restructuration, condition déterminée par la comparaison des profits totaux de F selon qu'il intervienne ou non, et en fonction du mécanisme de contrôle utilisé :

$$\frac{s_M}{s_T} \geq \left(\frac{\phi \cdot s_M \cdot (H - L) - 2 \cdot c_M}{\phi \cdot s_T \cdot (H - L) - 2 \cdot c_T} \right)^2 \text{ avec } \frac{\partial}{\partial \phi} > 0 \Leftrightarrow \frac{s_T}{c_T} \geq \frac{s_M}{c_M}$$

On peut enfin définir les conditions de choix entre les deux mécanismes. Supposons en effet, que la probabilité d'intervention de F par le biais d'une prise de contrôle soit supérieure à celle de surveillance de grand actionnaire, on a :

$$\hat{q}_T \geq \hat{q}_M \Leftrightarrow \frac{1}{2} - \frac{c_T}{\phi \cdot s_T \cdot (H - L)} \geq \frac{1}{2} - \frac{c_M}{\phi \cdot s_M \cdot (H - L)} \Leftrightarrow \frac{c_T}{s_T} \leq \frac{c_M}{s_M} \Leftrightarrow \frac{s_T}{c_T} \geq \frac{s_M}{c_M}$$

Ainsi, si la prise de contrôle bénéficie d'un avantage probabilité de succès/coût relativement à la surveillance d'un grand actionnaire, alors la probabilité d'utiliser la prise de contrôle comme mécanisme de gouvernance est plus élevée que le contrôle. L'accroissement de la liquidité en revanche diminue l'incitation de F à utiliser la prise de contrôle comme mécanisme de gouvernance. L'avantage probabilité de succès/coût voit sa valeur augmenter sur un marché peu liquide puisque les coûts de contrôle ne peuvent être compensés par l'échange avec les investisseurs informés. En revanche, sur un marché liquide, le bénéfice de cet avantage est relativement moindre.

Une analyse identique peut être menée en supposant un avantage succès/coût du contrôle d'un actionnaire référent relativement à la prise de contrôle, le sens des inégalités s'en trouvant inversé.

Enfin, F est indifférent au mécanisme de contrôle lorsque les conditions exprimées ci-dessus sont dans l'égalité stricte.

▪ Optimum social versus optimum des anciens actionnaires

Maug [1998] analyse enfin l'impact de la liquidité sur l'optimum à la fois social et des anciens actionnaires²⁹⁴.

L'optimum social s'analyse en termes de création de valeur. Ainsi, l'accroissement de la liquidité supportera l'optimum social si elle s'accompagne par une augmentation de la valeur de la firme. Il a été démontré que la probabilité d'intervention de F croît avec la liquidité du marché financier : tout en permettant l'acquisition d'une participation initiale sous-optimale, l'accroissement de la liquidité incite au contrôle de F dans la mesure où il peut compenser son coût de contrôle par l'échange informé.

En revanche, les anciens actionnaires – que l'on appellera fondateurs – maximisent leur richesse en fonction de la valeur initiale de leur firme, autrement dit de la valeur de P_0 . Or, si l'accroissement de la liquidité incite au contrôle de F , elle induit également une augmentation du flux d'échange informé, donc des coûts de sélection adverse que les investisseurs pressés feront peser sur le coût du capital de la société.

L'auteur montre que la valeur de P_0 est une fonction concave de la liquidité, donc qu'il existe un degré optimal ϕ^* de la liquidité du marché pour les actionnaires fondateurs. Les fondateurs sont de plus en mesure de faire converger l'équilibre de F vers ϕ^* en imposant un seuil de majorité de contrôle suffisamment faible pour que F acquière une participation significative et soit incité au contrôle, mais suffisamment élevé pour que les gains à l'échange de F se réduisent à la stricte couverture de son coût de contrôle.

L'analyse de Maug appelle quelques commentaires.

Liquidité et concentration du capital

La définition de la liquidité sous-jacente au modèle intègre une dimension volume. En effet, la liquidité du marché est déterminée à la fois par le volume d'échange des investisseurs pressés soumis à un choc de liquidité, mais également par la participation initiale de l'actionnaire principal qui en détermine le nombre. De plus, le modèle prend en compte la dimension coût de la liquidité, une partie du coût de contrôle étant supportée par les investisseurs pressés sur le prix de vente de leurs titres.

Une analyse endogène de la liquidité et de la concentration du capital

La relation liant liquidité et structure du capital est endogène dans le modèle, dans la mesure où le degré de liquidité influe sur la participation initiale de l'actionnaire principal,

²⁹⁴ Nous présentons ici les principales implications de la liquidité sur l'optimum sans exposer la formulation mathématique. Le lecteur averti pourra se référer à Maug [1998], pages 82, 83, 87 et 96.

qui à son tour influe sur le degré de liquidité. Toutefois, les investisseurs pressés sont soumis à un choc de liquidité exogène.

De plus, l'endogénéité de la relation permet d'expliquer l'émergence d'actionnaires de contrôle non seulement sur le marché primaire, mais également sur le marché secondaire, source supplémentaire d'acquisition de titres.

La simplification de la structure de propriété et du contrôle

La structure du capital est analysée sous l'angle unique de la concentration du capital, sans différencier l'identité des actionnaires pouvant avoir des objectifs différents, ni la possibilité de coalitions de contrôle.

La liquidité, un moyen de dépasser le comportement de passager clandestin

L'auteur prend le contre-pied des analyses traditionnelles statuant un impact négatif de la liquidité : l'éparpillement de l'actionnariat qui en résulte empêche l'émergence d'un grand actionnaire, le comportement individuel de passager clandestin d'actionnaires non significatifs n'incitant pas au contrôle. Pour Maug, rendre endogène l'importance de la participation initiale du grand actionnaire permet de résoudre le problème de passager clandestin. En effet, l'accroissement de la liquidité souscrit à l'émergence d'un grand actionnaire et au contrôle par un double effet :

- en augmentant la capacité de l'actionnaire principal à acquérir une participation additionnelle sur le marché secondaire, permettant d'atteindre le seuil de majorité requis pour exercer un contrôle effectif :
- en augmentant le nombre d'investisseurs informés, l'actionnaire principal est en mesure de couvrir son coût de contrôle, ce que l'acquisition sous-optimale de sa participation initiale ne permettait pas.

Enfin, toujours selon l'auteur, l'accroissement de la liquidité augmentant la probabilité d'émergence du contrôle, elle est socialement souhaitable dans la mesure où elle augmente la valeur de la société. Pourtant, la condition nécessaire à la réalisation de cet équilibre réside dans des prix de marché non parfaitement révélateurs et à l'échange informé au détriment des investisseurs pressés.

La déviation de la règle une action/un droit de vote freine l'émergence d'un actionnaire de contrôle

L'existence de moyens altérant les seuils de majorité à la hausse peut freiner l'émergence d'un actionnaire de contrôle dans l'hypothèse où elle conduit à l'acquisition d'une participation initiale trop importante pour obtenir un équilibre de contrôle avec profit positif pour l'actionnaire principal. L'existence de titres de capital sans droit de vote n'est pas prise en compte dans le modèle puisque l'actionnaire principal acquiert sur le marché un surplus de titres afin de répondre au critère de majorité de contrôle. Bien que la présence de titres sans droits de vote permette d'augmenter le profit de l'échange informé, on ne peut présumer de son impact positif sur le contrôle en raison de l'existence des primes de contrôle et de liquidité associées aux actions possédant le droit de vote.

Le choix du mécanisme de gouvernance : le coût comme seul facteur explicatif

Maug considère que le choix du mécanisme de contrôle obéit uniquement à une logique de probabilité de succès et de coût. Cela revient à négliger les facteurs propres de la décision d'utilisation de ces mécanismes de gouvernance.

La passivité du dirigeant

La critique principale que l'on peut former à l'encontre de ce modèle concerne l'hypothèse forte de passivité du dirigeant impliquant que ce dernier n'intervienne pas afin de conserver la direction de la société. Le dirigeant est non seulement passif dans l'intervention ou non de l'actionnaire principal, mais est également considéré soit comme arrivant au terme de ses compétences managériales pour améliorer la performance de l'entreprise, soit n'affichant pas la volonté de mettre en œuvre un processus de restructuration. Ce deuxième cas suppose un coût pour le dirigeant supérieur au risque de perte de son statut ou alors l'incapacité pour les actionnaires minoritaires d'avoir un quelconque pouvoir sur la direction, faisant fi de la possibilité de coalition en leur sein.

L'information privée : incertitude de l'intervention et coût du contrôle

Les investisseurs intègrent l'impact de la restructuration sur la valeur de la firme dans la détermination des prix. Cela suppose entre autres la connaissance d'une information stratégique au sens de Holmström et Tirole [1993] de la part du teneur de marché. La seule incertitude pour le teneur de marché réside dans la probabilité d'intervention d'un actionnaire principal, plus précisément du coût de son intervention potentielle.

De plus, la modélisation du mécanisme de découverte des prix pose un teneur de marché en situation de monopole, impliquant l'existence d'équilibres révélateurs. On peut supposer que le contenu informationnel des prix serait moindre en situation de concurrence des teneurs de marché. Enfin, la transposition du modèle sur un marché dirigé par les ordres avec cotation en continu pose le problème de concurrence des investisseurs pressés, pouvant accroître la valeur du contrôle si l'efficacité informationnelle s'en trouve diminuée.

La nature du coût de la liquidité

Dans le modèle, le coût de la liquidité procède d'un coût de contrôle ; bien que l'actionnaire principal tire bénéfice de son activité de contrôle au détriment des investisseurs pressés sur le marché secondaire, il s'agit du report d'une partie de son coût de contrôle.

3. LA REMISE EN CAUSE DE L'INFLUENCE DIRECTE DE LA LIQUIDITÉ : LE MODÈLE DE KAHN ET WINTON [1998]

« Some have ever argued that there is a synergy between gathering information for use in trading shares ("speculation") and intelligently pressuring firms to improve performance ("intervention"). We argue that these motives can also conflict. », Kahn et Winton [1998], page 99.

L'ARBITRAGE ENTRE L'INTERVENTIONNISME ET L'ÉCHANGE À MOTIF INFORMATIONNEL DES ACTIONNAIRES DE CONTRÔLE

Kahn et Winton [1998] prolongent l'analyse de Maug [1998] en distinguant en sus du rôle positif de la liquidité dans l'émergence *ex ante* du contrôle, un aspect négatif lié à la possibilité d'échange informé sur le marché. Leur intuition se fonde sur le constat « [...] *that institutional investors with large stakes sometimes intervene and sometimes follow the Wall Street rule [...]*. ». La règle de Wall Street réfère à l'alternative pour un investisseur informé tel un grand actionnaire, d'en tirer profit par échange spéculatif plutôt que de prendre la décision d'intervenir dans la gestion de la société. Cela revient à effectuer alors un arbitrage entre les gains à l'intervention et les gains spéculatifs qu'il pourrait réaliser avec l'échange des investisseurs pressés.

Précisons que la définition d'un grand actionnaire pour Kahn et Winton est celle d'un investisseur institutionnel, dans la mesure où l'arbitrage envisagé s'intègre dans un objectif de

valorisation de la firme (à plus ou moins long terme) et non pas au sein d'un objectif pur de contrôle de la firme. Autrement dit, le modèle étudie le comportement de grands actionnaires de type '*price-motivated-owner*' (PMO par la suite) au sens de Hart [1995] ou Ronen et Yaari [2001], ou encore fait l'hypothèse que l'information est spéculative plutôt que stratégique (au sens de Holmström et Tirole [1993]).

PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES

Le modèle de Kahn et Winton [1998] analyse donc l'interaction entre interventionnisme et spéculation d'un grand investisseur institutionnel.

L'encadré suivant énonce le schéma principal du modèle des auteurs.

Encadré 3. 3 – Le modèle de Kahn et Winton [1998]

Cet encadré repose sur le modèle de Kahn et Winton [1998].

Présentation du modèle

▪ Les agents

La personnalité du dirigeant n'est pas intégrée dans le modèle, ce qui revient à considérer un rôle passif de sa part dans la réalisation de la rente organisationnelle. La gestion du dirigeant conduit en situation favorable à un rendement de X unités de biens de consommation répartis entre les actionnaires à proportion due de leur participation, avec une probabilité q , et un rendement nul $X = 0$ avec une probabilité $(1 - q)$ en situation défavorable.

Les investisseurs sont tous neutres au risque :

- Un grand investisseur institutionnel L détenant une participation v du capital de la société. De par l'importance de sa participation, L détient une information privilégiée sur la situation réelle de la firme relativement à la perception du marché financier. Autrement dit, L observe la sur-évaluation ou la sous-évaluation de la firme par le marché en fonction de la situation favorable ou défavorable dans laquelle se trouve la société. S'il considère que les résultats de l'entreprise sont médiocres (situation défavorable, $X = 0$), L peut décider d'intervenir dans la gestion de l'entreprise en période 1²⁹⁵, à un coût m , faisant évoluer le rendement de la firme de 0 à X , avec une probabilité δ . Autrement dit, si l'intervention de l'investisseur institutionnel est certaine en situation défavorable,

²⁹⁵ Le mécanisme d'intervention n'est pas explicité. Il peut s'agir à loisir de la mise en place d'un système d'incitation plus efficace, d'une prise de contrôle, d'une bataille de procuration ou tout simplement de l'éviction du dirigeant ; le modèle de Kahn et Winton [1998] s'attache à l'analyse de la décision d'intervention, indifféremment du mécanisme utilisé.

la probabilité *ex ante* de succès pour l'entreprise est de $q_{\max} = q + \delta \cdot (1 - q)$. On note α la probabilité *ex ante* d'intervention de L si la société est peu performante.

- Un continuum de petits actionnaires détenant des participations infinitésimales dont la somme est égale à $(1 - v)$. Ces petits actionnaires sont soumis avec une probabilité μ à un choc aléatoire de liquidité en période 1, les conduisant à acquérir des actions (exposition plus prononcée au risque de l'entreprise, dans un souci de diversification optimale de leur portefeuille) ou à vendre leurs participations (besoin de liquidité immédiate). Le volume espéré d'échange Λ est alors de $\mu \cdot (1 - v)$. Seuls ces investisseurs de petite taille sont soumis à un choc de liquidité, et n'adoptent pas de comportement spéculatif (on suppose l'existence de coûts fixes trop importants eu égard à leurs participations atomistiques pour qu'ils entreprennent de spéculer).
- Un grand nombre de spéculateurs (d'autres grands investisseurs institutionnels) qui peuvent investir dans l'acquisition d'information sur les profits de période 2 de la firme, sur l'interventionnisme de L , ainsi que sur le succès de son action de restructuration, en supportant un coût g . Autrement dit, les spéculateurs peuvent obtenir la même information que le grand actionnaire L . Enfin, les spéculateurs et l'investisseur institutionnel L sont contraints dans l'achat ou la vente de titres sur le marché à un nombre w d'actions.

▪ La séquence d'événements

Période 0

La structure de propriété est déterminée de manière exogène.

Les spéculateurs décident de s'informer ou non sur la société.

Période 1

L'investisseur institutionnel et les spéculateurs actifs prennent connaissance du rendement de seconde période de la firme.

L'investisseur institutionnel prend sa décision d'intervenir conditionnellement aux mauvais résultats de l'entreprise. Le résultat de l'intervention est effectif et observé par les spéculateurs actifs.

Les petits actionnaires sont soumis à des chocs de liquidité.

L'ensemble des investisseurs échange sur le marché.

Période 2

Les profits de l'entreprise sont répartis parmi les actionnaires.

▪ L'économie et le mécanisme de découverte des prix

L'offre de liquidité est assurée par des teneurs de marché ne possédant pas d'information privilégiée ni sur la société, ni par l'observation du flux d'ordres, en situation de concurrence à la Bertrand (profit nul à l'équilibre). Les prix offert P_b et demandé P_A sont déterminés en fonction de la valeur espérée des titres conditionnellement à une vente ou à un achat respectivement.

Résultats théoriques et principales implications▪ **Les déterminants de l'intervention du grand investisseur institutionnel**Détermination des prix d'équilibre

Les teneurs de marché déterminent leurs prix en fonction de leur appréciation *ex ante* de l'intervention de L , puisque ne disposant pas d'information privilégiée.

Pour un teneur de marché, la probabilité *ex ante* q' que la société ait de bons résultats est donc :

$$q' = q + \alpha \cdot \delta \cdot (1 - q)$$

Avec une valeur *ex ante* de la firme :

$$q' \cdot X$$

En l'absence d'échange informé, les teneurs de marché coterait $P_A = P_B = q' \cdot X$.

Mais la présence de S spéculateurs actifs et de L implique l'existence d'échange informé :

- Lorsque la firme est en situation défavorable ($X = 0$), les investisseurs informés vendent le maximum de titres permis sous leur contrainte d'échange, puisque $q' \cdot X > 0$, soit $(S + 1) \cdot w$ actions.
- Inversement, lorsque la gestion de la firme est efficiente, les investisseurs informés achètent le maximum de titres permis sous leur contrainte d'échange, puisque $q' \cdot X < X$, soit $(S + 1) \cdot w$ actions.

En posant $\Sigma = (S + 1) \cdot w$, le volume de vente des investisseurs informés est $(1 - q') \cdot \Sigma$, et le volume d'achat des investisseurs est de $q' \cdot \Sigma$.

Les prix d'équilibre des teneurs de marché sont alors :

$$P_B = \frac{\Lambda \cdot q' \cdot X}{\Lambda + (1 - q') \cdot \Sigma}$$

$$P_A = \frac{(\Lambda + \Sigma) \cdot q' \cdot X}{\Lambda + q' \cdot \Sigma} \quad 296$$

Profits de l'actionnaire principal selon qu'il choisisse l'intervention ou non

Le rendement de l'investisseur institutionnel s'il n'intervient pas est :

$$R_D = v \cdot q \cdot X + w \cdot [q \cdot (X - P_A) + (1 - q) \cdot P_B]$$

De même, le rendement de l'investisseur institutionnel s'il intervient est :

$$R_I = v \cdot q_{\max} \cdot X + w \cdot [q_{\max} \cdot (X - P_A) + (1 - q_{\max}) \cdot P_B] - \delta \cdot (1 - q) \cdot m$$

²⁹⁶ Les auteurs soulignent la cohérence de leur modèle dans la détermination des prix d'équilibre avec les paradigmes de la microstructure de marché :

- Lorsque l'échange à motif de liquidité Λ augmente, la fourchette se resserre (P_B diminue et P_A augmente), traduisant la diminution de l'asymétrie informationnelle subie par le teneur de marché.
- Lorsque l'échange à motif informationnel Σ augmente, la fourchette s'élargit (P_B augmente et P_A diminue), traduisant l'augmentation de l'asymétrie informationnelle subie par le teneur de marché.

De plus, l'augmentation de la probabilité α d'intervention impacte positivement les prix demandé et offert puisque la valeur *ex ante* de la firme augmente et que les investisseurs informés sont plus enclins à l'achat qu'à la vente.

Enfin, le rendement de chaque spéculateur est :

$$R_S = w \cdot [q' \cdot (X - P_A) + (1 - q') \cdot P_B] - g$$

Les rendements des différents protagonistes dépendent au final uniquement de la probabilité d'intervention α du grand institutionnel, et du nombre espéré de spéculateurs S , en raison de leur impact sur la fourchette des teneurs de marché.

Kahn et Winton montrent également que R_S est soit négatif, soit nul : en raison de la libre entrée des spéculateurs, une espérance de profit positive impliquerait qu'il serait profitable pour au moins un autre investisseur d'investir dans l'acquisition d'information sur la firme.

Les deux solutions restantes sont donc :

- $R_S < 0$, avec absence de spéculateurs.
- $R_S = 0$, avec un nombre S de spéculateurs à l'équilibre.

Les auteurs s'intéressent plus particulièrement à la seconde solution, la présence d'un seul investisseur informé étant moins probable pour les entreprises cotées.

La condition principale de la présence de spéculateurs est bien entendu qu'ils puissent couvrir leur coût de collecte de l'information par leur échange informé. Cela nécessite un niveau suffisant de liquidité, donc que la contrainte d'échange w ne soit pas trop importante, ni que la probabilité μ de chocs de liquidité ne soit trop faible. Inversement, le nombre de titres échangeables w doit être suffisamment élevé pour que les gains de l'échange couvrent les coûts g d'acquisition de l'information. Enfin, l'incertitude sur les rendements de la firme doit être suffisante pour qu'un échange informé puisse prendre place.

Enfin, en normalisant la différence de rendements de L , conditionnellement au cas d'intervention potentielle, on obtient :

$$F = \frac{(R_I - R_D)}{(1 - q)} = \underbrace{\delta \cdot v \cdot X - m}_{\substack{\text{Bénéfice direct} \\ \text{de l'intervention} \\ \text{sur la participation de L}}} + \underbrace{\delta \cdot w \cdot (X - P_A - P_B)}_{\text{Profit tiré de l'échange de } w \text{ titres}}$$

Autrement dit, la probabilité d'intervention α est :

$$\begin{cases} \alpha = 0 \\ \alpha \in]0,1[\\ \alpha = 1 \end{cases} \quad s.s.i. \quad \begin{cases} F < 0 \\ F = 0 \\ F > 0 \end{cases}$$

Le bénéfice net de l'intervention de L possède deux composantes :

- Un bénéfice direct, l'accroissement de la valeur de la participation de L suite à son intervention, $\delta \cdot v \cdot X$, net du coût d'intervention m .
- Un bénéfice indirect, l'impact de l'intervention sur l'espérance de gain de l'échange, $\delta \cdot w \cdot (X - P_A - P_B)$, *i.e.* l'acquisition de titres sous-évalués (et donc un gain de $(X - P_A)$), au lieu de la vente de titres sur-évalués (au prix P_B).

Or, l'implication majeure du modèle est que le gain de l'échange n'est pas forcément positif.

Les déterminants du signe des gains à l'échange

En remplaçant les prix demandé et offert par leur valeur d'équilibre, le gain de l'échange est :

$$X - P_A - P_B = (1 - 2 \cdot q') \cdot X \cdot \left[1 - \frac{\Sigma_A \cdot \Sigma_B}{(\Lambda + \Sigma_A) \cdot (\Lambda + \Sigma_B)} \right]$$

Par suite, l'impact de l'intervention sur les profits à l'échange est du signe de $(1 - 2 \cdot q')$, et sera positif si $q' < 1/2$. Autrement dit, l'intervention de L dépend de l'écart de précision relative entre son information privilégiée, et la probabilité de profits positifs anticipée par les teneurs de marché. « [...] *intervention and speculation are complements only when intervention increases the institution's information advantage over other traders [...]*. » (Kahn et Winton [1998], page 109). Lorsque l'impact positif de l'intervention n'est pas ou faiblement anticipé par les teneurs de marché, l'intervention accroît fortement les gains de l'échange. Inversement, lorsque les teneurs de marché anticipent des profits fortement positifs ou que l'impact de l'intervention est plus diffus, L a tout intérêt à créer la surprise en n'intervenant pas, afin d'en tirer profit sur le marché.

Le niveau de concentration optimal

Soit v_M la participation qui permet à L de couvrir ses coûts d'intervention : $v_M \equiv \frac{\delta \cdot X}{m}$. En l'absence d'échange, v_M représente la participation initiale minimale pour que L décide d'intervenir. En revanche, en présence d'échange informé, il existe un seuil de participation minimal d'intervention v^* , ($v^* < v_M, v^* > v_M, v^* = v_M$) puisque les gains à l'échange peuvent être positifs, négatifs ou nuls.

A faibles niveaux de concentration, l'impact direct de l'intervention sur la participation de L est négatif : l'intervention ne peut se faire qu'en cas de larges profits à l'échange.

Lorsque le niveau de concentration augmente, l'impact direct de l'intervention augmente en parallèle. Et bien que l'augmentation de la participation de L diminue la liquidité du marché, le grand actionnaire n'en est pas affecté tant qu'il subsiste des spéculateurs actifs, jusqu'à un certain niveau de concentration induisant une telle diminution du nombre d'investisseurs pressés qu'aucun spéculateur ne peut couvrir ses coûts d'acquisition de l'information. On peut supposer toutefois que le niveau de concentration soit assez élevé pour justifier malgré tout l'intervention de L .

Enfin, lorsque la participation de L atteint v^* , l'accroissement de l'impact direct de l'intervention avec prise en compte des gains à l'échange suffit à rendre attractif l'intervention.

Les déterminants du seuil d'intervention

Kahn et Winton mettent en avant quatre facteurs influençant le seuil critique d'intervention v^* , et la probabilité d'intervention une fois ce seuil atteint.

▪ **La probabilité q de succès de l'entreprise**

Un accroissement de q augmente le seuil critique d'intervention, dans la mesure où q' , l'espérance de succès des teneurs de marché augmente : l'échange devient moins

profitable (moins positif ou plus négatif), réduisant l'incitation à l'intervention pour un niveau de participation donné.

De même, pour les participations au-dessus du seuil critique, la probabilité d'intervention α diminue pour les mêmes raisons.

▪ L'efficacité δ de la restructuration

Un accroissement de δ diminue le seuil critique d'intervention, puisque l'impact direct de la restructuration est plus important.

En revanche, l'influence de δ sur les prix d'équilibre rend ambigu l'influence de son augmentation sur la probabilité d'intervention.

▪ Les différences de profits entre succès et échec de la gestion de l'entreprise

Un accroissement de cette différence diminue le seuil critique d'intervention, puisque le gain à l'intervention augmente.

En revanche, la variance des profits augmente, ce qui augmente l'avantage informationnel de l'investisseur institutionnel, donc l'amplitude de l'impact de l'échange. L'impact final sur la probabilité d'intervention α dépend donc des anticipations des teneurs de marché sur le succès de l'entreprise (impact positif pour $q' < 1/2$, et inversement).

▪ Le coût d'acquisition g de l'information supporté par les spéculateurs

Un accroissement du coût d'acquisition g diminue la profitabilité de l'échange informé des spéculateurs. Il s'ensuit un nombre de spéculateurs actifs moindre, donc des prix moins révélateurs sur le marché. La conséquence directe en est une augmentation de l'amplitude de l'impact de l'échange.

Ainsi, l'effet d'une augmentation du coût d'acquisition n'affecte pas directement le seuil critique ni la probabilité d'intervention :

L'effet est positif (négatif) pour le seuil critique d'intervention si $q < 1/2$, ($q > 1/2$).

L'effet est positif (négatif) sur la probabilité d'intervention si $q' < 1/2$, ($q' > 1/2$).

Le modèle de Kahn et Winton remet en cause l'influence d'un arbitrage direct entre liquidité et intervention/concentration et apporte les commentaires suivants.

La nature du coût de la liquidité

Dans le modèle, une variation du degré de liquidité n'a pas d'impact direct sur la décision d'intervention de l'investisseur institutionnel ni sur le degré de concentration critique dans la mesure où la libre entrée des péculateurs implique, à l'équilibre, que la variation du nombre de spéculateurs compense la variation de l'échange à motif de liquidité, laissant inchangée la situation de l'investisseur institutionnel.

Le facteur d'influence principal réside dans les anticipations des teneurs de marché sur la valeur future de la firme. Ainsi, plus l'avantage informationnel de l'investisseur institutionnel sera élevé, plus les gains à l'échange seront importants. Or, moins les prix sont révélateurs (plus la précision de l'information des teneurs de marché est faible), plus importante est la valeur de l'information privilégiée de l'investisseur institutionnel. La nature du coût de liquidité serait donc plutôt informationnelle. Mais son impact est équivoque sur l'implication du grand actionnaire dans la gestion de la firme et fonction des attentes du marché :

- Si les teneurs de marché sous-évaluent la firme, l'investisseur institutionnel est incité au contrôle à la fois de par l'impact direct de son intervention sur la valeur de sa participation initiale, mais également de par l'acquisition d'actions supplémentaires à un prix préférentiel.
- Si les teneurs de marché sur-évaluent la firme, l'investisseur institutionnel peut être découragé à subir les coûts d'intervention : bien que l'impact direct de celle-ci sur la valeur de sa participation initiale subsiste, le grand actionnaire peut être incité à la passivité et tirer profit de son information privilégiée sur le marché en vendant sa participation à un prix supérieur à sa valeur réelle.

Au final, ni la liquidité du marché ni l'efficience informationnelle des prix n'ont d'impact univoque sur la valeur de la firme mais déterminent plutôt l'amplitude de l'impact de l'échange informé. Dans ce cadre, la réduction du degré de liquidité engendrée par l'augmentation de la concentration du capital n'ayant pas d'effet direct, Kahn et Winton [1998] concluent à l'efficacité de la concentration de l'actionnariat dans l'amélioration de la performance des sociétés.

Passivité du dirigeant et bénéfices du contrôle

Les critiques principales que l'on peut apporter au modèle de Kahn et Winton [1998] concernent l'absence de prise en compte du dirigeant dans la création de la rente organisationnelle (bien que les auteurs évoquent la mise en place d'un système de rémunération incitatif comme mécanisme de gouvernance issu de l'intervention de l'actionnaire principal), et des bénéfices privés du contrôle. Pour les auteurs, ces derniers ne remettent pas en cause l'intuition de leur modèle : « *Thus, although the trade-off between speculation and intervention would loom less large if control benefits were important, the positive relationship between ownership concentration and firm value would also be undermined.* », (Kahn et Winton [1998], page 114).

L'endogénéisation de la structure de propriété

Notre exposé se limite au cas d'exogénéité de la participation initiale de l'investisseur institutionnel, les résultats du modèle étant robustes à l'endogénéisation du degré de concentration de l'actionnariat. Les auteurs concluent à l'effet positif sur la valeur de la firme de l'augmentation de la participation d'un grand actionnaire, principalement en raison de l'absence d'influence univoque de la liquidité des titres de la firme, et de l'augmentation de la probabilité d'intervention de l'actionnaire de contrôle avec son niveau de participation.

L'importance des caractéristiques des firmes

L'analyse de Kahn et Winton [1998] accordant une grande importance à la sous-évaluation des firmes par le marché dans la décision d'intervention d'un grand actionnaire, deux facteurs principaux peuvent permettre de déterminer les caractéristiques des firmes les plus propices à l'intervention :

- En premier lieu, l'activité de contrôle est d'autant plus prononcée que les firmes sont publiquement perçues comme peu performantes. Ainsi, les sociétés évoluant dans un environnement ou un secteur d'activité relativement accessible à des investisseurs extérieurs informés (secteurs matures ou à faible degré de technicité) ou sujettes à de sérieux problèmes d'agence, sont plus aisées à restructurer que des sociétés nécessitant un fort degré de technicité, de développement de R&D ou encore de capacités intangibles spécialisées (pouvant de plus entraîner de forts délais dans la résolution de l'impact de l'intervention, réduisant d'autant plus l'incitation au contrôle).
- En second lieu, l'amplitude de l'impact sur les gains de l'échange est plus importante lorsqu'il existe des barrières à l'acquisition d'information. C'est le cas notamment des firmes nouvellement créées, de petite taille ou moins connues (à l'inverse des sociétés de grande taille, suivies par un nombre important d'analystes financiers et intégrant en leur sein une politique d'information de leurs actionnaires), ou plus généralement des sociétés dont le risque est plus spécifique que systématique. Ce type de firme apporte une plus grande valeur à l'information privilégiée d'un grand actionnaire relativement à celle du marché ; le sens de l'impact sur l'intervention dépend toutefois des anticipations du marché.

4. L'INFLUENCE SECONDAIRE DE LA LIQUIDITÉ ET LA PRIMAUTÉ DES CARACTÉRISTIQUES DES SOCIÉTÉS : LE MODÈLE DE BOLTON ET VON THADDEN [1998]

« [...] both types of ownership structure – concentrated or dispersed – can be optimal, depending on the characteristics of the firm and the environment in which it operates. », Bolton et Von Thadden [1998], page 4.

CONCENTRATION ET DISPERSION : DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE OPTIMAUX DE MANIÈRE CONTINGENTE

Bolton et Von Thadden [1998], (B.vT. ci après), modélisent concentration et dispersion de la structure de capital comme mécanismes de gouvernance optimaux de manière contingente à certaines caractéristiques de la firme et du marché de ses titres. Concentration et dispersion sont déterminés initialement par hypothèse, B.vT. en analysant alors les implications en terme de probabilité de contrôle effectif de la firme. La demande et l'offre de liquidité dépendent de la survenance ou non de chocs de liquidité pour les investisseurs individuels. Dans l'affirmative, les investisseurs sont pressés, *i.e.* demandeurs de liquidité immédiate ; inversement, les investisseurs n'exhibant pas de besoin de liquidité immédiat sont par définition patients et représentent l'offre de liquidité.

L'intuition du modèle peut se résumer aux facteurs conditionnels de l'optimalité du type de structure de propriété, concentration ou dispersion du capital, et des cas de contrainte pour les deux structures.

La concentration du capital est une structure optimale et efficace lorsque les coûts de contrôle sont élevés et la demande de liquidité faible car dispersion du capital et comportement de passager clandestin rendent improbable l'émergence spontanée d'un bloc de contrôle au coût élevé. La concentration est également optimale en présence d'une base d'actionnaires élevée car elle permet de bénéficier du contrôle d'un grand actionnaire tout en faisant supporter le coût du contrôle à un nombre plus important d'investisseurs pressés.

La dispersion du capital est une structure optimale lorsque les coûts de contrôle sont faibles et la demande de liquidité élevée : la probabilité de faire émerger un bloc de contrôle de taille

minimale augmente, puisque le coût du contrôle est faible, et ce d'autant plus facilement que le nombre d'investisseurs pressés est grand.

Les cas de contraintes relèvent de considération d'illiquidité du marché pour les deux structures, et d'un comportement marqué de passager clandestin lorsque l'actionnariat est dispersé.

Lorsqu'un choc de liquidité affecte l'ensemble des investisseurs, la restriction de l'offre de liquidité rend inopérant le faible coût de constitution de bloc d'un actionnariat diffus, ou peut entraîner la dispersion du bloc de contrôle si le grand actionnaire subit également ce choc de liquidité (le bloc se disperse parmi une myriade d'investisseurs externes). La probabilité d'un tel choc de liquidité est accentuée par l'importance de la demande de liquidité mais est une fonction décroissante de la base actionnariale.

Lorsque l'actionnariat est dispersé et que le nombre d'investisseurs pressés est insuffisant pour constituer un bloc de contrôle, l'émergence de la concentration devient impossible. L'actionnaire désirant le contrôle doit offrir une prime supplémentaire pour décourager les investisseurs patients d'adopter un comportement de passager clandestin ; ce qui rend l'offre trop coûteuse eu égard aux coûts de contrôle. En effet, dans la mesure où il ne peut discriminer entre les investisseurs pressés et les investisseurs patients, l'initiateur de l'offre doit accorder cette prime de contrôle aux deux catégories d'agents.

PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES

Le modèle de Bolton et Von Thadden [1998] analyse donc la liquidité des titres de société conditionnellement aux caractéristiques des sociétés et de leur environnement économique.

L'encadré suivant énonce le schéma principal du modèle des auteurs.

Encadré 3. 4 – Le modèle de Bolton et Von Thadden [1998]

Cet encadré repose sur le modèle de Bolton et Von Thadden [1998].

Présentation du modèle▪ **Les agents**

Le dirigeant assure avec la probabilité π - situation favorable - un rendement $y_1 = y_2 = R$ en périodes 1 et 2, et avec une probabilité $(1 - \pi)$ - situation défavorable - un rendement $y_1 = y_2 = 0$.

Les profits de la firme sont déterminés et rendus publics en période 1.

Les investisseurs sont supposés sans contrainte budgétaire, *i.e.* chacun d'entre eux peut investir dans la totalité du capital de la firme. Les n investisseurs choisissent en période 0 d'investir soit dans l'actif sans risque de rendement nul, soit d'acquérir h_0^i actions de la société au prix $\frac{V_0}{M}$, avec V_0 la valeur de la firme à l'introduction. La structure de propriété

de la firme en période 0 est donc (h_0^1, \dots, h_0^n) , avec $\sum_{i=1}^n h_0^i = M$.

Les investisseurs possèdent également une fonction d'utilité propre dépendant de leurs consommations futures en périodes 1 et 2.

$$u(c_1, c_2) = q \cdot c_1 + (1 - q) \cdot c_2$$

La forme de la fonction d'utilité implique la neutralité au risque des investisseurs eu égard à leur période de consommation.

B.vT. assimilent les chocs de liquidité sur le marché aux préférences temporelles de consommation des investisseurs. Les investisseurs ont une probabilité q d'être 'impatiens' s'ils désirent consommer en période 1, donc $(1 - q)$ d'être 'patients' s'ils souhaitent repousser leur consommation jusqu'en période 2. Par définition, les investisseurs impatients sont vendeurs de titres de la société afin de répondre à leurs besoins de consommation immédiate, tandis que les investisseurs patients sont acquéreurs des mêmes titres.

Enfin, dans la situation où le profit de la firme est nul en période 1, un actionnaire F peut intervenir en restructurant la firme. Ce qui augmente la valeur du profit de période 2 d'un montant L , avec $R > L > 0$. La mise en œuvre d'une restructuration rencontre toutefois l'opposition du dirigeant pour qui les bénéficiaires privés de la gestion de la société sont plus importants que l'augmentation de la valeur de la firme.²⁹⁷ Le contrôle représente alors un coût privé $C < L$. C représente un coût individuel, le modèle ne considérant pas la possibilité d'action collective du contrôle.

La valeur de la firme conditionnellement à l'intervention en cas de profit nul est donc :

$$V^* = \pi \cdot 2 \cdot R + (1 - \pi) \cdot (L - C)$$

Seul un actionnaire pouvant internaliser le coût du contrôle peut entamer une procédure de restructuration de la société.

²⁹⁷ Cette hypothèse est nécessaire pour garantir la résistance du dirigeant au changement si ce dernier détient également une partie du capital dont la valeur augmenterait avec la restructuration de la firme.

La condition nécessaire est que l'augmentation de la valeur de sa participation qui en résulte couvre au minimum son coût de contrôle :

$$h^F \cdot l \geq C \quad l = \frac{L}{M}$$

Soit T la solution minimale à cette inégalité :

$$t = \frac{T}{M} : h^F \cdot t \geq C$$

▪ Les coûts de participation

B.vT. supposent une participation limitée des investisseurs à l'échange de par la présence de coûts de participation au sens de Merton [1987], *i.e.* que les investisseurs sont actifs sur les titres qu'ils connaissent. Autrement dit, seule une partie de l'ensemble des investisseurs ont les connaissances suffisantes pour former une évaluation de la firme.

Cette hypothèse est modélisée par l'adjonction d'une prime de liquidité dans la situation $y = 0$, les investisseurs extérieurs – n'ayant pas acquis de titres en période 0 – n'étant pas incités à intervenir puisque supposés insuffisamment informés. Ainsi, si $y = 0$, les investisseurs extérieurs offrent un prix $p = 0$.

▪ La séquence d'événements

Le modèle comprend deux périodes, $t = 1, 2$, postérieures à la période d'introduction de la firme $t = 0$.

Période 0

Les anciens actionnaires émettent sur le marché un nombre d'actions M au prix $\frac{V_0}{M}$, M étant fini en raison de coûts d'introduction et supposé constant sur toutes les périodes.

Période 1

Les profits y_1, y_2 sont déterminés et rendus publics ; y_1 est alors entièrement distribué.

Les investisseurs subissent des chocs de liquidité.

Les transactions entre investisseurs 'pressés' et 'patients' s'effectuent sur le marché.

Les investisseurs pressés répondent à leurs besoins de consommation.

La restructuration de la firme est mise en œuvre le cas échéant.

Période 2

Le profit de la firme y_2 est entièrement distribué.

Les investisseurs patients répondent à leurs besoins de consommation.

▪ L'économie et le mécanisme de découverte des prix

L'économie se caractérise par l'échange d'un seul actif risqué, les actions de la société.

La valeur des actions est déterminée sur un marché gouverné par les prix selon le mécanisme suivant :

1. La demande agrégée de titres suite aux chocs de liquidité est rendue publique ;
2. Les investisseurs patients présentent simultanément leur offre de prix pour l'acquisition de titres sur le marché ;
3. En cas d'offres similaires, la sélection s'effectue de manière aléatoire ;
4. Les actionnaires peuvent présenter leurs titres à l'acheteur sélectionné, donc au prix offert par ce dernier.

On remarque que l'échange des titres se fait en toute transparence.

Résultats théoriques et principales implications

L'arbitrage entre liquidité et contrôle dans leur modèle s'articule autour de la concentration du capital. La concentration réduit le nombre d'actionnaires, donc le nombre potentiel d'investisseurs à l'échange sur le marché secondaire – l'existence d'actionnaires extérieurs diminuant encore ce potentiel d'échange puisque réclamant une prime de liquidité en situation de profit nul. La concentration incite donc au contrôle mais réduit la liquidité du marché.

Inversement, la dispersion du capital entre les anciens actionnaires accroît le potentiel d'échange mais réduit la valeur de la firme de par le comportement de passager clandestin. Lors de l'introduction, deux stratégies s'offrent alors aux anciens actionnaires : créer un bloc de titres dans l'espoir qu'il persiste afin d'exercer un contrôle effectif, ou alternativement adopter une structure dispersée de l'actionnariat afin de créer l'opportunité d'émergence d'un bloc de contrôle sur le marché secondaire en cas de nécessité.

B.vT analysent donc ces deux cas polaires que constituent la concentration ou la dispersion du capital de la société, alternativement la liquidité ou l'illiquidité des titres de la firme.

La dispersion maximale de l'actionnariat est réalisée lorsque le nombre d'investisseurs est égal au nombre M d'actions.

Inversement, la concentration maximale permettant le contrôle implique un nombre maximum $M - T + 1$ d'actionnaires - soit un investisseur détenant T titres, et $M - T$ investisseurs détenant une action chacun.

▪ Les déterminants de la concentration

Par hypothèse, la concentration initiale est $M - T + 1$ actionnaires - un investisseur détenant T titres, et $M - T$ investisseurs détenant une action chacun.

La création d'un bloc de contrôle en $t = 0$ ne semble pas garantir la continuité de ce bloc en $t = 1, 2$. En effet, si le grand actionnaire initial est un investisseur pressé, sa fonction objectif sera de vendre son bloc au prix le plus élevé possible. B.vT. montrent toutefois que les hypothèses de transparence de la structure d'échange et d'absence de contrainte budgétaire pour les investisseurs garantissent la non dispersion du bloc. En effet, supposons que le grand actionnaire désire disperser son bloc de titres sur le marché. La parfaite transparence du marché implique une prime négative de revente, la dispersion du bloc diminuant l'incitation au contrôle, donc la valeur de la firme. En présence d'au moins un investisseur patient, le grand actionnaire n'a d'autres choix que de conserver son bloc de titres, ou le vendre en

globalité à un seul actionnaire s'il ne veut pas en diminuer la valeur. Dans les deux cas, le bloc persiste sur le marché.

S'il existe au minimum deux actionnaires patients, les prix de marché p_r, p_0 conditionnellement aux résultats par action $\left(r = \frac{R}{M}; 0\right)$ de la société sont en période $t = 1$:

$$\begin{cases} p_r(I, R) = r \\ p_0(I, 0) = l - \frac{C}{T+I} \end{cases}$$

Avec I le nombre d'actions détenues par les investisseurs impatientes.

p_r ne sollicite pas de commentaire particulier, puisqu'en situation favorable la question du contrôle ne se pose pas.

Apportons toutefois quelques précisions à la valeur de p_0 , avec le grand actionnaire et un actionnaire minoritaire supposés investisseurs patients. En situation défavorable, les offres des investisseurs extérieurs sont sans objet, puisqu'ils proposent un prix $p = 0$, incapables d'évaluer la firme par manque d'information.

Inversement, l'actionnaire minoritaire (détenant une action) peut faire une offre de prix telle qu'au maximum il acquiert $T + I$ actions. La valeur totale de la participation maximale qu'il puisse détenir est donc la somme de la valeur des $T + I$ titres acquis plus la valeur de l'action qu'il détient déjà. Dans cette situation, il devient actionnaire de contrôle de fait, donc la valeur de cette participation maximale est : $(T + I) \cdot (l - p_0) + l - C$.

Si l'actionnaire minoritaire décide de ne pas acquérir de titres supplémentaires, la valeur de sa participation est donc l .

A l'équilibre, l'offre que peut faire F pour acquérir la participation I est telle qu'elle rende l'actionnaire minoritaire indifférent à ces deux situations :

$$(T + I) \cdot (l - p_0) + l - C = l \Leftrightarrow p_0 = l - \frac{C}{(T + I)}$$

En effet, on peut vérifier qu'à ce prix, le profit du grand actionnaire est le même qu'il cède sa participation ou qu'il acquiert les I titres sur le marché :

$$T \cdot p_0 = T \cdot l + I \cdot (l - p_0) - C \Leftrightarrow p_0 = l - \frac{C}{(T + I)}$$

B.vT. en tirent les remarques suivantes :

- le bloc de contrôle ne se disperse pas, sauf peut-être lorsque tous les investisseurs sont impatientes ;
- les actionnaires minoritaires pressés supportent le coût du contrôle attendu suite à l'acquisition du bloc de contrôle : le prix de vente des actions est moindre que leur valeur *ex post*, les actions des investisseurs patients ne faisant tout simplement pas l'objet de transaction ;
- en situation défavorable, la cession du bloc de contrôle s'effectue au même prix que les actions individuelles, *i.e.* sans prime de contrôle²⁹⁸. La simplification du modèle en est la

²⁹⁸ Confer Annexe 3.1.

cause, B.vT. ne cherchant pas à déterminer les éléments d'appréciation de la prime de blocs d'actions.

B.vT démontrent alors que la valeur *ex ante* de la firme avec constitution d'un bloc de contrôle par les anciens actionnaires, sous l'hypothèse que les investisseurs ne choisissent pas de stratégie faiblement dominée²⁹⁹, est :

$$\begin{aligned} V_0^c &= v_B + (M - T) \cdot v_S & 300 \\ V_0^c &= 2 \cdot \pi \cdot R + (1 - \pi) \cdot (1 - q_{M-T+1}) \cdot (L - C) \end{aligned}$$

▪ Les déterminants de la dispersion

Par hypothèse, la dispersion initiale est M actionnaires détenant chacun une seule action de la société.

La problématique est exactement l'inverse de la précédente : l'émergence ou non d'un actionnaire de contrôle en situation défavorable. Le facteur principal à l'encontre de l'émergence d'un bloc de contrôle réside dans le comportement de passager clandestin des actionnaires minoritaires patients. En effet, ces derniers céderont leur action à un actionnaire de bloc à sa valeur *ex post* contrôle, *i.e.* $l = L/M$. Mais aucun actionnaire de bloc ne proposera un tel prix p_0 puisqu'il supportera alors des coûts de contrôle C . Le prix proposé par un actionnaire afin de constituer un bloc de contrôle étant forcément inférieur à la valeur *ex post* des actions des actionnaires minoritaires patients, seuls les actionnaires minoritaires pressés sont susceptibles d'en permettre l'émergence.

Le modèle de B.vT. suppose que les actionnaires minoritaires connaissent la valeur de leur décision de vente dans la mesure où l'actionariat n'est pas atomistique - M est fini en raison de coûts d'introduction. Toutefois, ils sont susceptibles également de subir des chocs de liquidité qui influent sur leur décision de vente.

En cas de situation favorable π , la question du contrôle ne se pose pas.

En cas de situation défavorable $(1 - \pi)$, il convient de distinguer différents cas de figure.

Lorsque M investisseurs sont pressés – donc tous – ils cèdent leurs actions à des investisseurs externes au prix $p_0 = 0$.

Lorsqu'un seul actionnaire est patient, donc $M - 1$ investisseurs pressés, l'investisseur patient acquiert l'ensemble du capital au prix $p_0 = 0^+$.

Lorsque le nombre I d'actionnaires minoritaires pressés est au moins égal au nombre d'actions moins une nécessaire pour la constitution du bloc de contrôle - $T - 1 \leq I \leq M - 2$ - alors un actionnaire minoritaire patient est en mesure d'émerger comme actionnaire de contrôle avec une probabilité 1 par l'acquisition des $T - 1$ actions des actionnaires impatientes. Si le bloc de contrôle émerge, les investisseurs patients ne cèdent pas leur action de valeur *ex post* l . En revanche, tous les investisseurs pressés cèdent leur participation. L'actionnaire de contrôle doit alors proposer un prix tel qu'il soit indifférent au contrôle :

$$(I + 1) \cdot l - C - p_0(I, 0) \cdot I = l \Leftrightarrow p_0 = l - \frac{C}{I}$$

²⁹⁹ En théorie des jeux, une stratégie faiblement dominante est une stratégie pour laquelle quelle que soit la stratégie utilisée par les autres joueurs, elle induit une utilité équivalente et parfois supérieure à toute autre stratégie.

³⁰⁰ Confer Annexe 3.1.

Enfin, lorsque $I < T - 1$, le nombre d'investisseurs pressés est insuffisant pour soutenir l'émergence spontanée d'un actionnaire de contrôle et il existe une multiplicité d'équilibres de Nash entre les enchérisseurs patients. Une solution d'équilibre de stratégie symétrique mixte entre les enchérisseurs peut toutefois être déterminée³⁰¹.

Soit $P = M - I - 1$ le nombre d'investisseurs patients autres que celui initiant l'acquisition du bloc de contrôle, m la probabilité d'équilibre symétrique de vente des titres des P actionnaires, et S le nombre d'actions des investisseurs patients vendues à l'équilibre.

S est donc une variable aléatoire pouvant prendre les valeurs $\{0, \dots, P\}$ et de densité de probabilité : $\sigma^P(S; m) = \binom{P}{S} m^S \cdot (1 - m)^{P-S}$

La probabilité que l'initiateur de l'offre attire le minimum de $K = T - I - 1$ actions des investisseurs patients – les investisseurs patients vendant leur titre – est alors :

$$q_K^P(m) = \sum_{S=K}^P \sigma^P(S; m).$$

A l'équilibre, les investisseurs patients autres que l'initiateur de l'offre doivent être indifférents à la vente ou à la conservation de leur titre, déterminant alors le profit de l'initiateur de l'offre :

$$\left\{ \begin{array}{l} p_0 = q_K^{P-1}(m) \cdot l \\ \Pi = \underbrace{\sum_{S=K}^P \sigma^P(S; m) \cdot ((I + 1 + S) \cdot l - C)}_{\text{Probabilité du gain suite à l'acquisition des K actions des investisseurs patients}} - \underbrace{\sum_{S=0}^P \sigma^P(S; m) \cdot (I + S) \cdot p_0}_{\text{Probabilité du coût lié à l'acquisition des I actions des investisseurs pressés et des S actions des investisseurs patients}} \end{array} \right.$$

B.v.T. montrent que lorsqu'il n'y a pas suffisamment de titres détenus par les investisseurs pressés - $I < T - 1$ - pour réunir un bloc de contrôle, le comportement de passer clandestin des investisseurs patients décourage toute initiative à la concentration du capital en situation défavorable - $\Pi < 0$ ³⁰². Autrement dit, quelque prix suffisamment élevé pour attirer les actions des investisseurs patients, l'est trop pour permettre à l'initiateur de l'offre de couvrir son coût de contrôle : ce dernier est en effet dans l'obligation d'offrir une prime à l'ensemble des investisseurs sans discrimination pour combattre le comportement de passer clandestin des investisseurs patients, par conséquent, son gain en capital est insuffisant relativement aux coûts de contrôle. A l'opposé, un prix suffisamment faible pour qu'il puisse supporter les coûts du contrôle ne lui permet pas d'acquérir les actions des investisseurs patients.

Seuls les cas où le nombre d'investisseurs pressés est suffisant $I \geq T - 1$ permettent donc l'émergence du contrôle. La valeur *ex ante* de la firme est :

$$V_0^d = 2 \cdot \pi \cdot R + \lambda \cdot (1 - \pi) \cdot (L - C)$$

$$\text{Avec } \lambda(q, T, M) = \sum_{i=T-1}^{M-1} \binom{M}{i} \cdot q^i \cdot (1 - q)^{M-i} \quad 303$$

³⁰¹ Les hypothèses du modèle se prêtent volontiers à l'utilisation de stratégies symétriques mixtes puisque les investisseurs disposent exactement du même nombre de titres à proposer à la vente : une action. Le lecteur pourra se référer avec profit à l'annexe 3.2a proposant une présentation rapide des jeux symétriques.

³⁰² Le lecteur averti pourra se référer avec profit à la démonstration de B.v.T. pages 23-24.

³⁰³ Confer Annexe 3.2b.

■ Concentration et dispersion : des solutions optimales contingentes

La dominance d'un cas polaire relativement à l'autre est simple à définir – par exemple, $V_0^c > V_0^d \Leftrightarrow 1 - q^{M-T+1} - \lambda > 0$ - et dépend au final de trois variables : la demande de liquidité moyenne q , le nombre d'actions M composant le capital de la société et le bloc T de titres nécessaires au contrôle (indirectement, le coût du contrôle C).

Structure de propriété et demande de liquidité moyenne

$$\begin{array}{l} \text{B.vT.} \quad \text{posent} \quad g(q, T, M) = 1 - q^{M-T+1} - \lambda \quad \text{et} \quad \text{montrent} \quad \text{que} \\ \left\{ \begin{array}{l} g(q, T) < 0 \\ g(q, T) = 0 \\ g(q, T) > 0 \end{array} \right. \Leftrightarrow \left\{ \begin{array}{l} q < \bar{q} \\ q = \bar{q} \\ q > \bar{q} \end{array} \right. \quad \bar{q} \in (0, 1). \end{array}$$

Autrement dit, il existe une valeur \bar{q} de la demande de liquidité moyenne en deçà de laquelle la concentration du capital est optimale et au-dessus de laquelle la dispersion est la structure de propriété la plus efficace. Dans le premier cas, la demande de liquidité est faible ce qui favorise la concentration, seul mécanisme de gouvernance valable pour un contrôle effectif puisque son émergence sur le marché secondaire semble moins probable ; dans le second cas, la demande de liquidité élevée permet l'émergence d'un bloc de contrôle et de résoudre le problème de passager clandestin des investisseurs patients.

De plus, leur modèle suppose une restriction de l'offre de liquidité uniquement lorsque tous les actionnaires sont pressés, et vendent aux actionnaires extérieurs au prix $p_0 = 0$, avec une probabilité de $(1 - \pi) \cdot q^n$, n étant le nombre d'investisseurs à l'émission. A l'inverse, avec une probabilité $1 - (1 - \pi) \cdot q^n$, l'offre de liquidité est toujours assurée. Or, plus q est grand, moins le marché est relativement liquide du point de vue de l'offre, et plus l'intérêt d'augmenter la base d'actionnaires est grand. Inversement lorsque q est faible, moins probable est un manque de liquidité, donc plus la diminution de la base actionnariale est valable pour permettre un contrôle efficace.

Ainsi, B.vT. donnent une autre explication que Barclay et Holderness [1989], [1991] aux variations des prix en réaction aux transactions de blocs : non pas la capacité et la volonté des détenteurs de bloc à exercer une activité de contrôle mais à un éloignement de la structure de propriété optimale.

De plus, si les investisseurs sont patients – ou autrement sont des investisseurs de plus long terme – la concentration est plus probable.

Structure de propriété et taille de bloc minimale pour exercer un contrôle efficace

B.vT. établissent une liaison croissante entre \bar{q} et la taille du bloc de contrôle T , donc de C puisque la taille de bloc de contrôle est celle qui permet de couvrir les coûts de contrôle. En d'autres termes, plus les coûts de contrôle sont élevés, plus la concentration est optimale, en raison notamment de la plus faible probabilité de faire émerger le contrôle suite au comportement de passager clandestin des investisseurs patients avec une taille de bloc plus importante. Au contraire, une valeur élevée de la firme suite au contrôle (L) diminuerait, toutes choses égales par ailleurs, la valeur de la concentration bien qu'elle soit plus intéressante *ex ante*, car elle diminue la taille de bloc nécessaire au contrôle.

Structure de propriété et nombre de titres en circulation

Lorsque le nombre de titres composant le capital tend vers l'infini, la concentration est toujours la structure de propriété optimale.

Rappelons en effet la condition de dominance d'une structure de propriété relativement à l'autre :

$$V_0^c > V_0^d \Leftrightarrow 1 - q^{M-T+1} - \lambda > 0$$

Lorsque M tend vers l'infini, q^{M-T+1} tend vers 0.

De plus, $\lambda(q, T, M) = \sum_{i=T-1}^{M-1} \binom{M}{i} \cdot q^i \cdot (1-q)^{M-i}$ est forcément inférieur à 1 (puisque'il s'agit de la probabilité d'un événement partiel de l'univers).

Cela se traduit par une augmentation du nombre d'actionnaires $(1 - C/L) \cdot M + 1$, donc de la liquidité sans coût supplémentaire de contrôle. Ce qui rejoint l'intuition de Bhidé [1993] selon laquelle un marché profond associé à la présence d'un bloc de contrôle important permettrait de résoudre les problèmes de gouvernance.

L'analyse de Bolton et Von Thadden [1998] suggère également quelques commentaires.

Les modalités du contrôle

B.v.T. ne l'expriment pas de manière implicite mais l'adjonction d'un seuil de contrôle peut désinciter à l'émergence du contrôle en cas de dispersion du capital mais augmenter la valeur du contrôle en cas d'actionnariat concentré car diminuant la taille de bloc nécessaire si des droits de vote doubles y sont associés.

Les prises de contrôle hostiles

Dans leur modèle, les prises de contrôle hostiles ne sont possibles qu'en présence d'un nombre suffisant d'investisseurs pressés du fait du comportement de passager clandestin des investisseurs patients.

L'optimum social

L'optimum social dépend des paramètres inhérents au marché des titres de la firme et de la structure de son capital, concentration et dispersion pouvant être optimaux.

Enfin, l'activité de contrôle est analysée uniquement en terme d'activité de surveillance d'un grand actionnaire, le dirigeant étant passif excepté lorsqu'il détient une participation dans le capital de la firme.

SECTION 3 – SYNTHÈSE DES MODÉLISATIONS THÉORIQUES SUR LA LIQUIDITÉ ET LES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE

1. PROPOSITION D'UNE SYNTHÈSE COMPARATIVE

POSITIONNEMENT DES MODÈLES RELATIVEMENT À L'INFLUENCE DE LA LIQUIDITÉ SUR LA VALEUR DE LA FIRME

Il est possible de souligner la définition de l'interaction entre la liquidité et la valeur de la firme de chaque modèle, concluant chacun sur une influence différenciée (encadré 3.5).

Encadré 3. 5 – Synthèse comparative des modèles sur l'interaction entre liquidité et valeur de la firme

Cet encadré repose sur les travaux de Bhide [1993], Holmström et Tirole [1993], Maug [1998], Kahn et Winton [1998] et Bolton et von Thadden [1998].

Notre analyse porte explicitement sur le lien entre liquidité et valeur de la firme ; on peut en déduire aisément le lien entre concentration et valeur de la firme pour l'ensemble des modèles (à l'exception notable de celui de Kahn et Winton [1998]) dans la mesure où elle constitue par définition l'inverse de la liquidité. L'exception du modèle de Kahn et Winton [1998] provient de la quasi absence d'impact de la liquidité dans leur modèle.

L'article fondateur de Bhide [1993] conclut à un impact négatif de la liquidité sur la valeur de la firme en raison de l'éparpillement de l'actionnariat et de la difficulté d'émergence du contrôle, accentuée par la facilité et le coût moindre de sortie de la firme en vendant sa participation sur le marché. Inversement, la valeur de la firme est une fonction croissante de la concentration, facteur incitatif au contrôle d'un grand actionnaire.

Holmström et Tirole [1993] concluent à un arbitrage entre bénéfices et coûts de la liquidité, autrement dit entre bénéfices et coûts de la surveillance du marché. Un accroissement de la liquidité augmente l'efficacité de la surveillance du marché (donc diminue les coûts d'agence) mais augmente également le coût du capital de la société (avec pour corollaire la diminution de la valeur des titres, les investisseurs supportant un coût transactionnel plus élevé en raison de l'augmentation du nombre d'investisseurs informés), et vice-versa.

Maug [1998] conclut au rôle complémentaire et positif de la liquidité sur l'émergence du contrôle d'un grand actionnaire, par la possibilité de tirer profit d'une information privilégiée par l'échange *ex post* sur le marché.

Kahn et Winton [1998] contredisent l'analyse de Maug [1998] en établissant l'absence d'influence directe de la liquidité sur la décision d'intervention d'un grand investisseur institutionnel (à l'exception notable d'un degré d'illiquidité tel que cet investisseur institutionnel ne puisse tirer profit par l'échange de son information privée, ôtant un facteur potentiel d'intervention). Pour les auteurs, l'efficacité informationnelle des prix est plus à même d'influencer le contrôle de la société, conditionnellement aux attentes du marché et des caractéristiques de la firme ainsi que de l'environnement dans lequel elle évolue. La liquidité *stricto sensu* a un impact uniquement en terme de magnitude de l'effet positif ou négatif de l'échange informé sur la décision d'intervention du grand investisseur institutionnel.

Bolton et von Thadden [1998] abondent dans une certaine mesure dans le sens de Khan et Winton [1998] : l'influence de la liquidité n'est pas univoque, concentration et dispersion (respectivement illiquidité et liquidité) peuvent constituer tous deux un optimum en fonction des caractéristiques de la firme et de son environnement concurrentiel.

PROPOSITION D'UNE GRILLE DE COMPARAISON DES MODÈLES THÉORIQUES

Nous nous proposons de construire une analyse comparative des modèles théoriques exposés selon leurs hypothèses de construction, principalement le lien existant entre la structure de propriété et la liquidité, les mécanismes de gouvernance étudiés, les acteurs du contrôle, le comportement des agents, l'influence de la liquidité et la nature des coûts supportés, ainsi que les prolongements possibles des raisonnements sur des facteurs complémentaires de compréhension des modes de gouvernance alternatifs (tableau 3.4).

Tableau 3. 4 – Grille de comparaison des modélisations théoriques opérant le lien entre structure de propriété, liquidité et valeur de la firme

ELEMENTS	MODELES				
	<i>Bhide, 1993</i>	<i>Holmstrom et Tirole, 1993</i>	<i>Maug, 1998</i>	<i>Kahn et Winton, 1998</i>	<i>Bolton et von Thadden, 1998</i>
Sens de causalité De/Vers	Liquidité/Structure de propriété	Structure de propriété/Liquidité	Structure de propriété/Liquidité	Structure de propriété/Liquidité	Structure de propriété/Liquidité
Mécanisme de gouvernance	Contrôle d'actionnaires actifs	Contenu informationnel des prix de marché	Contrôle d'un grand actionnaire	Contrôle d'un grand investisseur institutionnel	Contrôle d'un grand actionnaire
Acteur du contrôle	Actionnaire principal	Marché	Actionnaire principal	Actionnaire principal	Actionnaire principal
Définition de la structure de propriété	Concentration quel que soit le type d'actionnaire	Concentration	Concentration	Concentration d'un investisseur PMO	Concentration
Participation de l'actionnaire principal	-	Exogène	Endogène	Endogène	Exogène
Mécanisme de découverte des prix	-	Echange avec un investisseur informé - Kyle, 1985	Echange avec un investisseur informé - Kyle, 1985	Echange avec plusieurs agents informés	Echange investisseurs patients contre investisseurs pressés
Comportement du dirigeant	-	Actif	Passif	Passif	Passif
Investisseurs pressés	-	Chocs de liquidité	Chocs de liquidité	Chocs de liquidité	Chocs de liquidité
Investisseurs informés	-	1 seul	1 seul	Plusieurs	1 seul sur l'intervention / seuls les actionnaires internes peuvent évaluer la firme
Influence de la liquidité	Dispersion du contrôle	Arbitrage entre coût du capital et contrôle	Incite au contrôle ex ante	Facteur non discriminant - Influence en terme d'amplitude	Impact conditionnel aux caractéristiques des firmes
Nature des coûts	Coûts de contrôle	Coûts informationnels	Coûts de contrôle	Coûts de contrôle / Coûts informationnels	Coûts de contrôle
Justification de la structure de propriété	Marché secondaire	Marché primaire	Marchés primaire / secondaire	Marchés primaire / secondaire	Marchés primaire / secondaire
Droits de vote double	Favorise le contrôle	Favorise le contrôle sans diminuer la liquidité	Peuvent être un frein à l'obtention de la majorité de contrôle	-	-
Prises de contrôle	Moins efficace : rôle passif des actionnaires	Mécanismes identiques en intégrant une information stratégique	Choix en fonction de l'avantage succès/coût de chaque mécanisme	Mécanismes identiques	-
Batailles de procuration	Moins efficace : rôle passif des actionnaires	Mécanismes identiques en intégrant une information stratégique	Choix en fonction de l'avantage succès/coût de chaque mécanisme	Mécanismes identiques	-

- Absent de l'analyse

Nous nous intéressons toutefois plus particulièrement à la définition des coûts de la liquidité, et à l'influence première de la concentration dans l'analyse du lien entre structure de propriété et liquidité.

A. COÛTS INFORMATIONNELS VERSUS COÛTS DE CONTRÔLE

La distinction entre coûts de contrôle et coûts informationnels, qui semble intuitive de prime abord, amène toutefois une analyse complémentaire sur la source première des coûts. On pourrait penser que les coûts sont naturellement informationnels, dans la mesure où ce sont, finalement, les investisseurs pressés qui les supportent en raison de l'asymétrie informationnelle et des chocs de liquidité subis. Cette assertion revient en fait à confondre nature et matérialisation des coûts.

Ainsi, pour Holmström et Tirole [1993], le coût de la liquidité est indubitablement informationnel : le cadre d'analyse de leur modèle est centré sur le mécanisme de surveillance du marché, dont l'efficacité dépend de l'influence de la liquidité sur l'efficacité informationnelle des prix de marché (plus précisément sur la volatilité des cours).

Inversement, pour Bhidé [1993], le coût de la liquidité est incontestablement un coût de contrôle : la dispersion de l'actionnariat empêche l'activité de contrôle d'un grand actionnaire. Pour Maug [1998], Kahn et Winton [1998] et Bolton et von Thadden [1998], la nature des coûts est plus ténue. En effet, les trois modèles intègrent la présence d'investisseurs pressés et informés, donc un coût d'asymétrie informationnelle pour l'investisseur λ . Il n'en reste pas moins qu'il s'agit, pour Maug [1998], et Bolton et von Thadden [1998], d'un report des coûts de contrôle de l'actionnaire majoritaire sur les petits actionnaires. En revanche, en ce qui concerne Kahn et Winton [1998], la nature du coût de la liquidité est équivoque et conditionnelle à l'intervention ou non de l'investisseur institutionnel. Si l'institutionnel intervient, l'échange sur le marché procède d'un report partiel de son coût de contrôle. S'il n'intervient pas, le coût est entièrement informationnel puisque découlant d'une mauvaise appréciation de la valeur de la firme par le marché.

B. COÛTS DE COURT TERME VERSUS COÛTS DE LONG TERME

Le coût de la liquidité peut également s'appréhender en coûts de court terme et de long terme.

Les coûts informationnels représentent en effet des coûts de court terme :

- L'asymétrie informationnelle, source de ces coûts, se réduit sur un laps de temps plus ou moins court en fonction de l'efficacité informationnelle du marché des titres, par la dissémination de l'information privilégiée via les transactions ;

- Le coût informationnel de la liquidité implique également un coût de contrôle court terme de l'équipe dirigeante. Comme le souligne Maug [1998], l'illiquidité des titres d'une société influence négativement l'émergence du contrôle. En revanche, la liquidité diminue le coût du contrôle de l'équipe dirigeante, le grand actionnaire pouvant reporter ce coût sur les investisseurs pressés.

Les coûts de contrôle représentent alternativement des coûts de long terme. Comme le souligne Bhidé [1993], la dispersion de l'actionnariat diminue l'incitation au contrôle, et la diminution des coûts de sortie incite au contraire à la diversification des portefeuilles et des risques des investisseurs, accentuant la disparition d'actionnaires contrôlant. Il s'ensuit une gestion sous-optimale '*permanente*' de la firme tant que n'intervient pas de restructuration violente poussée par une sous-performance notable.

C. LA CONCENTRATION DU CAPITAL AU CŒUR DE L'ANALYSE

Enfin, l'ensemble des modèles ne distingue pas (ou alors de manière implicite) l'identité des actionnaires au sein de la structure de propriété. La liquidité est appréciée sous l'angle unique de la dispersion de l'actionnariat et du volume d'échange induit, à l'exception notable de Holmström et Tirole [1993] et Kahn et Winton [1998] qui ajoutent une composante en terme d'efficience informationnelle.

Kahn et Winton [1998] mais également Holmström et Tirole [1993] de manière implicite, précisent la définition de l'actionnaire en le dotant d'un objectif de type '*price-motivated-owner*'.

En dehors de Kahn et Winton [1998] qui précisent comme actionnaire de contrôle un investisseur institutionnel (pour le simple motif que les auteurs considèrent qu'il répond au critère objectif PMO), la nature de l'actionnaire de contrôle – personne physique, société, investisseur institutionnel, salarié, Etat, fondation, dirigeant – semble ne pas importer. Or, les natures mêmes de ces agents diffèrent sensiblement, et remettent en cause l'unicité de leur comportement. A un niveau de participation donnée, leurs objectifs peuvent différer en fonction par exemple de leur horizon de placement, de l'appropriation de bénéfices privés, de leur réactivité, ou encore de l'intégration de valeurs non économiques dans la politique de gestion de la société.

2. LE CHOIX DU CADRE THÉORIQUE

La grille analytique des modélisations du lien croisé entre la liquidité et le contrôle d'un grand actionnaire, et ses coûts afférents, nous conduit à choisir le modèle de Holmström et Tirole [1993] comme cadre théorique de notre étude.

L'approche de auteurs est en effet plus à même de répondre à notre problématique pour plusieurs motifs.

Le modèle de Holmström et Tirole possède l'avantage d'intégrer une dimension informationnelle au coût de la liquidité, via le comportement d'un agent '*price-owner motivated*' en sus de l'influence indirecte de la concentration sur le volume d'échange, apportant ainsi une vision multidimensionnelle de la liquidité. Cette optique concorde parfaitement avec notre étude du coût de la liquidité selon le point de vue des investisseurs, et est complémentaire aux travaux de Merton [1987] ou encore Amihud et Mendelson [1988] sur l'appréhension des coûts implicites de transaction comme contribution au coût du capital des sociétés. De plus, le constat selon lequel les sociétés de l'échantillon sont caractérisées par un actionnariat familial stable nous incite à considérer la structure de propriété comme exogène sur la période d'étude, et amoindrit la portée du coût de contrôle de la liquidité.

Bien que le modèle de Holmström et Tirole porte sur le marché primaire, les effets informationnels de la liquidité perdurent sur le marché secondaire.

Enfin, Holmström et Tirole distinguent les effets des droits de propriété et des droits de contrôle en considérant l'impact positif des actions à droits de vote différenciés.

CONCLUSION DU CHAPITRE 7 : UNE APPROCHE GLOBALE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET DE LA LIQUIDITÉ

Les modèles exposés ont le mérite de faire la jointure entre deux champs de recherche ayant fait l'objet de développements distincts et ainsi de concilier d'une certaine façon finance de marché et finance d'entreprise. La liquidité est appréhendée comme facteur d'influence non négligeable dans le domaine de la gouvernance d'entreprise et renvoie à la nécessaire codétermination des mécanismes de gouvernance, l'étude globale de ces derniers apportant un degré de pertinence supérieur relativement à l'analyse individuelle. Cependant, bien que soulignant le lien indubitable entre la structure actionnariale et la liquidité, les modélisations concluent à des implications différentes sur le gouvernement d'entreprise, en raison pour

partie de l'étude de mécanismes de contrôle différents, et de l'intégration de coûts de la liquidité de natures et d'horizons divers. Par conséquent, le choix du cadre théorique doit prendre en compte la spécificité des modèles, notamment l'importance contextuelle et géographique – marchés anglo-saxons ou d'Europe continentale – des mécanismes de contrôle appréhendés, ainsi que la typologie des coûts de contrôle et de liquidité associés. Les critiques principales des modélisations portent d'une part sur la présence bénéfique d'actionnaires importants au capital des firmes, occultant leurs coûts en termes d'expropriation des actionnaires minoritaires, sur la passivité de fait des équipes dirigeantes en place envers leur destitution – même lorsqu'elle est considérée active, il ne s'agit qu'une seule augmentation indirecte du coût de contrôle pour l'actionnaire majoritaire – et par suite sur l'absence du dirigeant dans la création de la rente organisationnelle.

L'approfondissement de la liquidité et des liens croisés entre mécanismes de gouvernance constitue ainsi une voie de recherche encourageante pour la compréhension des dispositifs de contrôle des dirigeants par les actionnaires. Pour exemple, Chang et Yu [2003] modélisent l'efficacité informationnelle et le coût de la liquidité comme déterminants importants de la structure de capital d'une société. Les auteurs concluent à l'existence d'un levier d'endettement optimal déterminé de manière à minimiser le coût de la prime de liquidité tout en maximisant l'information divulguée par les investisseurs informés : « [...] *there exists an optimal capital structure from [a] pure liquidity perspective.* », page 3 ; « *This approach identifies two new potential determinants of a firm's capital structure : the liquidity premium required by average investors [...] and the operating efficiency gain due to information revelation in its security prices.* », page 31. Il est notable que l'ensemble des modélisations sur les liens entre mécanismes de gouvernance porte sur une conception actionnariale de la création de valeur, l'élargissement de cet objectif aux partenaires de la firme constitue de fait un prolongement naturel.

Les caractéristiques de notre échantillon nous conduisent à analyser l'influence conjointe de la liquidité et de la structure de propriété à la lumière du cadre théorique de Holmström et Tirole [1993], le chapitre 8 étant consacré à l'étude empirique de la question.

CHAPITRE 8 – CONTRÔLE ET COÛT DE LA LIQUIDITÉ : LE MEILLEUR DES DEUX MONDES ?

INTRODUCTION AU CHAPITRE 8

Ce chapitre est consacré à l'étude empirique sur le marché parisien d'une part de l'influence des caractéristiques de la structure de propriété des sociétés sur la liquidité de leurs titres, d'autre part sur les liens entre le coût d'immédiateté et la performance des firmes. L'objectif est de souligner l'arbitrage final entre les bénéfices du contrôle et les coûts indirects de la structure de propriété en termes de liquidité, donc du coût de surveillance du marché, et de performance des firmes.

La section 1 effectue une brève recension des résultats des travaux empiriques récents, en raison du peu d'études sur le sujet à notre connaissance, notamment pour le marché parisien. L'organisation de cette revue de littérature s'effectue en deux temps. Dans un premier temps, nous présentons les arguments en faveur d'une prime de liquidité intégrée dans la performance des sociétés. Dans un second temps, nous nous intéressons à l'influence de la structure de propriété sur cette prime de liquidité. La structure actionnariale est d'abord appréhendée quantitativement par les mesures de concentration globale. Puis, l'analyse aborde spécifiquement l'identité des actionnaires de contrôle, respectivement les initiés, les groupes familiaux, les investisseurs institutionnels ainsi que leur nationalité, l'Etat et enfin les salariés. L'examen souligne ici l'intérêt de prendre en compte soit des comportements de contrôle différent des actionnaires, par exemple en terme de stabilité de leurs participations, soit une perception différente par le marché de l'avantage informationnel de tout un chacun, et par suite de la composante informationnelle du coût de la liquidité.

Nous montrons également l'importance de la distorsion du contrôle relativement aux droits de propriété comme signal d'expropriation potentielle des actionnaires initiés par l'échange informé. Enfin, la présentation de l'influence indirecte du cadre réglementaire et législatif, en ce qui concerne la protection des actionnaires minoritaires, apporte une perspective contextuelle à toute analyse du lien entre la concentration de la propriété et le coût du service d'immédiateté.

La section 2 effectue la synthèse des hypothèses testables empiriquement. Nous pouvons distinguer les hypothèses issues directement du cadre théorique choisi au chapitre précédent, de celles découlant du consensus empirique formé par les études antérieures.

Enfin, la section 3 présente les résultats obtenus sur notre échantillon, et ouvre la voie à une réflexion globale des mécanismes de gouvernance et de leurs relations.

SECTION 1 – RECENSION DES RÉSULTATS EMPIRIQUES

1. LA PERFORMANCE : L'EXPRESSION D'UN COÛT DE LIQUIDITÉ ?

Selon la théorie des coûts de participation de Merton [1987] ou encore les travaux de Amihud et Mendelson [1988], la ponction du coût du service d'immédiateté se traduit par un escompte additionnel sur le coût du capital et la valeur des sociétés.

Demsetz [1986] estime un lien positif entre les taux de rendement et la proportion d'échange initié dans le volume d'échange total en arguant du fait que les investisseurs à motif de liquidité peuvent se prémunir contre l'échange à motif informationnel en adoptant une stratégie d'achat puis de conservation des titres, mais supportent dans ce cas un coût d'illiquidité.

Naes [2004] rapporte sur le bourse d'Oslo un lien significatif entre la performance financière mensuelle de portefeuilles constitués des sociétés cotées aux fourchettes les plus faibles avec ceux de sociétés aux fourchettes de taille importante (respectivement 0,83% et 3,03 %), lien persistant sur une période de cinq ans. Ce résultat conforte les analyses de Amihud et Mendelson [1986] et Brennan et Subrahmanyam [1996] sur la relation positive entre l'espérance de rendement d'un titre et la taille de la fourchette sur les marchés américains (Sjo [1998] conclut au même lien positif entre la fourchette relative et la fréquence d'échange avec les rendements des titres du marché norvégien).

On peut émettre l'hypothèse que la performance des sociétés intègre une prime de liquidité compensant les coûts transactionnels supportés par les investisseurs sur le marché.

2. L'INFLUENCE D'UN ACTIONNARIAT CONCENTRÉ SUR LA LIQUIDITÉ DES TITRES

L'influence de la structure de propriété sur la liquidité peut s'appréhender de manière globale ou catégorielle.

La première approche procède d'une analyse quantitative de l'influence de la concentration du capital sur la liquidité des titres ou encore de la divergence entre les structures de contrôle et de propriété.

La seconde approche procède en revanche d'une analyse d'obédience qualitative puisque l'on tient compte de la nature des investisseurs pour en déduire leur impact sur la liquidité.

Enfin, les mesures de la liquidité englobent principalement la fourchette comme appréciation du coût de transaction, et la profondeur, l'intuition première étant que ces deux aspects de la liquidité représentent des dimensions réellement distinctes³⁰⁴.

Les modélisations théoriques exposées au chapitre 3 ne permettent pas de conclure sur l'influence de la liquidité sur le contrôle (au sens large) des firmes. En revanche, elles possèdent l'hypothèse commune d'un lien inverse entre la liquidité du titre d'une société et la concentration de son capital. Naes [2004], traduit simplement l'argument du point de vue de l'offre de liquidité : l'augmentation du nombre d'actionnaires importants diminue le nombre de titres potentiellement échangeables³⁰⁵.

De même, Sjo [1998] ou encore Eleswarapu et Krishnamurti [1995] montrent l'impact positif de la dispersion du capital sur la fréquence d'échange respectivement sur le marché norvégien et pour un échantillon de 250 firmes du Bombay Stock Exchange.

Heflin et Shaw [2000] déterminent pour un échantillon de 260 firmes américaines que les sociétés présentant des blocs de contrôle subissent des fourchettes cotées et effectives plus importantes, une plus grande composante de sélection adverse et une profondeur plus faible que les firmes à l'actionnariat plus dispersé. En effet, bien que la présence d'actionnaires importants joue un rôle actif dans le contrôle de la gestion de la société (Morck, Shleifer et Vishny [1988]) et la réduction des coûts d'agence (McConnel et Servaes [1990]), elle possède un coût de liquidité, l'information privée potentiellement acquise par les détenteurs de blocs ayant un impact négatif sur la composante informationnelle de la fourchette. Or, si les détenteurs de blocs de contrôle obtiennent une information privilégiée sur la société, les bénéfices en termes de contrôle peuvent être partiellement compensés par la réduction de la liquidité des titres de la firme (un accroissement de la fourchette conjointement à une diminution de la profondeur). Leur étude montre l'influence négative des actionnaires

³⁰⁴ Ce que conforte l'étude de Naes [2004] sur le marché norvégien.

³⁰⁵ « [...] *the more owners with large stakes in a company, the fewer number of stocks available for trading in the market.* », Naes [2004], page 6.

importants non seulement internes (participation des dirigeants) mais également externes sur la composante informationnelle de la liquidité, suggérant que les deux types d'investisseurs ont accès à une information privilégiée.

Supportant une argumentation identique, Attig, Gadhoun et Lang [2003] établissent que la présence d'un actionnaire de référence (participation supérieure à 10% ou 20% du capital) accroît considérablement la fourchette relative (d'environ 33,33% et 10,40% respectivement) relativement aux sociétés n'en possédant pas. De même, la présence d'un second actionnaire de référence augmente le coût de liquidité de la société (de 29,12% et 83,26% en moyenne respectivement aux seuils de 10% et 20% de participation en capital). Leurs résultats supportent le comportement opportuniste de grands actionnaires au détriment des petits actionnaires. Sjo [1998] confirme pour le marché norvégien.

Toutefois, les auteurs démontrent que le pouvoir de contrôle est un facteur plus important, voire prédominant, sur la taille de la fourchette. Il en résulte une double conséquence :

- La fourchette ne croît pas forcément avec la concentration du capital, mais est beaucoup plus sensible à la concentration des droits de vote.
- Le coût de la liquidité diffère fortement en fonction de l'identité des actionnaires de contrôle.

Bien que les sociétés détenues par un actionnariat restreint ont une fourchette plus importante que les firmes à l'actionnariat dispersé, Attig et *al.* [2004] établissent l'absence d'une plus grande asymétrie informationnelle, sous condition que le pouvoir de contrôle de l'actionnaire final ne soit pas supérieur à celui de sa participation au capital. Au contraire, Naes [2004] confirme la relation positive entre la concentration de la propriété et la fourchette ainsi que sa composante informationnelle (mesurée par le λ de Kyle [1985]) sur le marché norvégien.

Se pose alors la question d'une différence de traitement des grands actionnaires par les investisseurs, donc d'une influence différenciée sur le coût de la liquidité en fonction de leur identité.

3. UNE PERCEPTION DIFFÉRENCIÉE DES ACTIONNAIRES PAR LES INVESTISSEURS

LA PARTICIPATION DES INITIÉS

L'ensemble des modèles du paradigme de l'asymétrie informationnelle fait état d'un accroissement de la composante informationnelle de la fourchette en présence d'investisseurs informés. Sous l'hypothèse que la probabilité d'échange informé augmente avec la proportion d'initiés au sein du capital d'une société, nous pouvons nous attendre à un lien positif entre la participation des initiés et la composante informationnelle de la fourchette. Comme le soulignent Eleswarapu et Krishnamurti [1995], « [...] *insiders possess shares for the purpose of controlling the firm and have privileged access to price-sensitive information not available to the public.* », page 9. Sarin, Shastri et Shastri [1999] évoquent toutefois l'argument selon lequel les initiés pourraient ne pas effectuer de transactions sur le marché, leur participation ayant un objectif de contrôle en raison de l'appropriation de bénéfices privés. Dans ce cas, le lien positif entre leur participation et la fourchette n'est plus systématique.

L'influence de l'échange initié sur le marché fait l'objet récurrent d'un débat fortement ancré dans l'analyse de la régulation des marchés financiers. L'encadré suivant expose un aperçu synthétique de l'étude du surplus que les initiés retirent par l'échange sur leur information privée.

Encadré 3. 6 – Le surplus des initiés

Cet encadré repose sur la synthèse des travaux de Lorie et Niederhoffer [1968], Jaffe [1974a,b], Finnerty [1976a,b], Baesel et Stein [1979], Givoly et Palmon [1985], Heinkel et Kraus [1987], Rozeff et Zaman [1988], Meulbroeck [1992], Guyvarc'h [1997] et Jeng, Metrick et Zeckhauser [1999].

L'étude du surplus des initiés témoigne de l'intérêt des chercheurs et des législateurs dans l'analyse de l'expropriation des actionnaires initiés au détriment des investisseurs extérieurs, subissant le coût d'une asymétrie informationnelle à l'échange.

Outre l'influence de la participation d'initiés au capital des sociétés sur leur performance (*confer* Chapitre 5 – Section 2), l'analyse de leurs profits transactionnels s'articule traditionnellement autour du caractère informationnel au sens strict du terme de leur profit transactionnel ou de l'effet d'entraînement moutonnier des investisseurs externes.

Dès 1968, Lorie et Niederhoffer mettent en évidence que les initiés ont une capacité supérieure (relativement aux autres investisseurs) à anticiper les changements de prix importants des titres de leur société. Le changement du sens de leurs transactions possède

alors un fort contenu informationnel. Ils en déduisent que les initiés usent de leur avantage informationnel au détriment des autres investisseurs sur le marché.

Intégrant une approximation des coûts de transaction, Jaffe [1974a] met en évidence que les initiés possèdent et exploitent leur information privée pour en tirer un rendement anormal (d'environ 3% sur 8 mois avec prise en compte de coûts de transactions de 2%), violant la réglementation de la SEC³⁰⁶ et son caractère dissuasif. Finnerty [1976a,b] obtient les mêmes conclusions sur le NYSE : les initiés sont capables d'identifier les situations profitables ou non profitables de leur compagnie sur un horizon court terme, leurs rendements étant toujours supérieurs à celui du marché.

Jeng, Metrick et Zeckhauser [1999] décomposent les transactions des initiés en portefeuilles acheteurs ou vendeurs et déterminent un rendement anormal annualisé respectivement de 10,2% et -0,2%. Les auteurs justifient l'absence de rendements anormaux à la vente par la règle dite de '*short-swing rule*' pénalisant plus les ventes que les achats.

L'identité des initiés est prise en compte par Baesel et Stein [1979] qui en concluent que les directeurs de banque ont des rendements anormaux plus importants que les autres initiés. De même, Jeng, Metrick et Zeckhauser [1999] distinguent les transactions directes des initiés (au nom de l'initié), des transactions indirectes (au nom d'un tiers avec lequel l'initié entretient ou possède des intérêts pécuniaires en raison d'un quelconque contrat, arrangement ou relation). Leur étude montre l'absence de différence significative entre les rendements anormaux de ces deux types de transactions : l'information privilégiée est donc exploitée indifféremment selon les deux méthodes³⁰⁷.

Givoly et Palmon [1985] étudient les transactions des initiés sur un échantillon de 68 firmes cotées sur l'AMEX et en déduisent que le profit anormal des initiés a pour source principale les changements de prix provenant de la divulgation de l'échange lui-même, plutôt que de la divulgation *ex post* d'informations spécifiques sur la firme. Les rendements anormaux proviennent au final du comportement d'imitation des investisseurs extérieurs, sans qu'il existe d'anomalie des transactions des initiés (au sens où les investisseurs extérieurs ne puissent tirer profit d'un comportement d'imitation, Rozeff et Zaman [1988]).

Enfin, Meulbroeck [1992] et Guyvarc'h [1997] relèvent que l'information des transactions des initiés est intégrée rapidement par les cours, soulignant un effet informationnel et non un phénomène temporaire de choc de liquidité.

De plus, en suivant les théories de la profondeur, complémentaires au paradigme de l'asymétrie informationnelle, les teneurs de marché usent de la fourchette mais également de

³⁰⁶ La règle 10b-5 de la Securities Exchange Act de 1934 prohibe l'exploitation de l'information privée des cadres, dirigeants et actionnaires importants, *i.e.* des initiés. La section 10 du Securities Exchange Act de 1934 prohibe la fraude dans les achats ou ventes d'actions. La section 16(a) requiert le report des transactions des initiés. La section 16(b) requiert que les profits des achats et ventes dans les six mois doivent être rendus à la société. La section 16(c) prohibe les ventes à terme par les initiés. La section 32 amendée en 1975 octroie des pénalités jusqu'à une amende de 10,000\$ et 5 années d'emprisonnement pour violation de la loi sur les actions. (*confer* Jaffe (1974b) pour de plus amples détails sur des décisions de régulation). En France, l'article 10.1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 interdit les opérations d'initiés définies comme des transactions boursières effectuées sur la base d'informations privilégiées. Le 18ème rapport de la COB (1985) justifie cette interdiction dans la recherche d'une certaine équité sur le marché : l'égalité des droits de chacun des porteurs de titres et l'interdiction d'abus ou de manipulations influençant les cours (Bajeux et Rochet [1989], page 7).

³⁰⁷ On aurait pu espérer que les transactions directes reflètent une plus grande partie de l'information des initiés et aient donc un rendement anormal plus important, mais il semble que les transactions indirectes n'affichent pas d'objectif de diversification ou de contrôle, et servent comme moyen détourné d'expropriation des investisseurs non informés.

la profondeur pour se protéger contre l'échange informé. Sous la même hypothèse de probabilité d'échange à motif informationnel, nous devons observer une réduction de la profondeur offerte par le teneur de marché lorsque la participation des initiés est importante. Genotte et Leland [1990] nuancent toutefois l'impact de la participation des initiés sur la liquidité. En présence de seulement quelques investisseurs bénéficiant d'une information privée et en concurrence, la liquidité du marché décroît de manière dramatique relativement à celle d'un marché dont ils seraient absents. Par contre, l'addition d'initiés supplémentaires en concurrence peut améliorer la liquidité relativement au cas où ils sont peu nombreux. De même, Admati et Pfleiderer [1988a] montrent une influence duale de l'existence d'agents informés pour les agents à motif de liquidité discrétionnaires en fonction du degré de concurrence des agents informés³⁰⁸. Les agents à motif de liquidité bénéficient toujours de l'entrée de nouveaux agents informés lorsque ces derniers possèdent la même information : les agents informés se livrant concurrence améliorent les termes de l'échange et augmentent alors le bien être des agents à motif de liquidité discrétionnaires. En revanche, lorsque les agents sont diversement informés, et ne possèdent donc pas la même information, la quantité totale d'information sur le marché augmente, la concurrence entre agents informés devient moins intense et le nombre d'agents informés induit une dégradation des termes de l'échange pour les agents à motif de liquidité, pouvant mener à l'inexistence d'une situation d'équilibre. Fishman et Hagerty [1992] concluent que l'activité des initiés peut aller de pair avec l'optimum social sous certaines conditions. En effet, si l'on considère que les actionnaires d'une firme sont également les agents à motif de liquidité du marché, ils peuvent se dédommager des pertes attendues de l'échange avec les initiés en diminuant le salaire de ces derniers du montant espéré des pertes suite à leurs transactions sur le marché. Cela suppose bien entendu que les initiés ne soient pas en position de force au sein de la structure de propriété de la firme. En revanche, les actionnaires ne peuvent en aucun cas se dédommager de la perte liée à la présence d'initiés sur le marché induisant la composante '*sélection adverse*' de la fourchette des spécialistes de marché ; de fait, ils n'ont aucune relation contractuelle avec ces derniers. Par conséquent, le coût privé de l'activité d'échange des initiés correspond à la perte nette des actionnaires, soit l'espérance de profit de l'échange avec les spécialistes. Or, cette perte est minimisée en présence de l'activité d'échange des initiés puisque ces derniers ont avantage à échanger avec les spécialistes à des cotations déterminées, le prix des transactions avec pour contrepartie les ordres publics étant incertain.

³⁰⁸ Rappelons que les agents à motif de liquidité discrétionnaires choisissent leur période de transaction de manière stratégique afin de minimiser le coût espéré de leurs transactions, Admati et Pfleiderer [1988a], page 6.

Enfin, pour Manne [1966], les profits anormaux des initiés sont la seule forme de compensation effective stimulant l'innovation au sein des grandes sociétés. Il s'agit du seul mécanisme d'incitation à la maximisation de la valeur de la firme ou tout simplement à la création de valeur par ses dirigeants. L'échange sur information privée s'interprète alors comme un mécanisme de compensation des dirigeants (Dye [1984]).

L'apport de Manne [1966] est essentiel. Les transactions des initiés sont usuellement analysées comme immorales et injustes particulièrement à l'encontre des investisseurs externes subissant le coût d'asymétrie informationnelle sur le marché. Dépasant le cadre de l'amoralité, l'auteur fut pionnier dans l'analyse controversée de l'efficacité économique de l'échange initié en adoptant une grille de lecture sur deux plans théoriques distincts : les théories de l'agence et de la microstructure des marchés financiers. Dans le premier domaine de recherche, l'échange initié est efficient dans la mesure où il rémunère l'innovation entrepreneuriale et pallie la difficulté de fixer *ex ante* le niveau de rémunération adéquat des dirigeants, dont l'apport est malaisément quantifiable³⁰⁹. Dans le cadre de la microstructure des marchés financiers, l'échange initié constitue un moyen de divulgation peu coûteux de l'information, sauf à considérer que les initiés puissent contrôler la diffusion de cette information et dissimuler leurs transactions en adoptant un comportement stratégique de placement de leurs ordres sur le marché. De plus, les bénéfices en terme d'efficacité informationnelle peuvent être largement compensés par l'augmentation des coûts de liquidité. Mais pour les opposants à la réglementation de l'échange initié, sa prohibition ne résulterait qu'en une simple redistribution des profits en direction d'autres agents informés, aucune réglementation n'étant en mesure d'empêcher l'hétérogénéité des investisseurs face à l'information privée.

Maug [2002] s'inscrit en droite lignée de Manne [1966] en précisant l'impact des initiés à la fois dans le cadre de la gouvernance interne et externe : non seulement l'échange initié peut décourager la participation des investisseurs externes (Ausubel [1990]), mais son interdiction permet d'aligner les intérêts des actionnaires de contrôle avec ceux des actionnaires minoritaires. En effet, l'échange initié incite à la collusion des actionnaires de contrôle avec les dirigeants si les profits transactionnels excèdent les bénéfices du contrôle, l'équipe dirigeante proposant le partage de son information privée en échange d'un contrôle ineffectif. En revanche, l'interdiction de l'échange initié incite fortement au contrôle des actionnaires

³⁰⁹ L'échange à motif informationnel permet également de s'affranchir de coûteuses renégociations *ex post* en raison du caractère incomplet des systèmes de rémunération, et à l'asymétrie informationnelle pesant sur l'observation des résultats et des niveaux d'effort fournis par le dirigeant, Carlton et Fischel [1983].

importants puisque leur seule source de bénéfice réside alors dans la performance de la société.

Sur le plan empirique, Chiang et Venkatesh [1988] mettent en évidence le lien positif de la participation des initiés avec la composante informationnelle de la fourchette des spécialistes du NYSE sur un échantillon de 75 sociétés, tandis que Glosten et Harris [1988] ne parviennent à mettre en évidence de lien significatif avec la fourchette, pour un échantillon de 250 sociétés cotées sur le NYSE.

Tobiasson, Hezlein et Lange [1999], confirment pour le marché norvégien (ainsi que Eleswarapu et Krishnamurti [1995] pour le Bombay Stock Exchange) l'impact négatif de la présence d'initiés au capital sur la fourchette, de même que Naes [2004] qui distingue toutefois une absence de lien avec la profondeur.

Ainsi, Sarin, Shastri et Shastri [1999] reportent à la fois un lien positif entre la participation des initiés (définie comme la participation des directeurs et cadres de l'entreprise) et la fourchette relative pondérée par le temps ainsi que la composante informationnelle, et un lien négatif avec la profondeur cotée, pour un échantillon de 786 sociétés cotées sur l'AMEX ou le NYSE³¹⁰.

Enfin, posant la problématique inverse, Attig, Gadhoun et Lang [2003] mettent en évidence une relation négative entre la participation des actionnaires non informés (l'ensemble du capital auquel sont retranchées les cinq plus grandes participations) et la fourchette relative.

LA PRÉSENCE DE GROUPES FAMILIAUX

A notre connaissance, les études se rapportant à l'influence des actionnaires familiaux sur la liquidité sont rares. Nous pouvons toutefois citer celle de Attig, Gadhoun et Lang [2003], montrant que la présence de groupes familiaux comme actionnaires principaux augmente la fourchette en moyenne de 37,90% lorsque les membres familiaux détiennent au minimum 10% du capital (respectivement 21,54% pour un seuil de participation de 20%). Les auteurs concluent « [...] *that the risk of opportunistic behavior at the expense of the minority shareholders ([...] sharp separation between ultimate control and ultimate ownership) is*

³¹⁰ Après contrôle des déterminants usuels de la fourchette et de la profondeur (à savoir le prix des titres, le volume échangé et la volatilité) mais également de la structure de propriété (à savoir la taille et l'âge de l'entreprise, s'il s'agit d'une entreprise publique, et l'importance des dépenses de R&D relativement au CA).

higher with family controlled firms. The upshot is that this risk increases the asymmetric information costs, the bid-ask spread, and, hence, the firm cost of capital. », page 16.

LA REPRÉSENTATION DES DESSEINS DES 'ZINZINS' PAR LES INVESTISSEURS

A. UN GROUPE D'INVESTISSEURS HÉTÉROGÈNES

L'influence de la participation des investisseurs institutionnels sur la liquidité est équivoque.

D'un certain point de vue, les investisseurs institutionnels sont considérés comme ayant accès à une information privilégiée sur la société, pour une double raison : l'habitude de réclamer et d'obtenir un siège d'administrateur lorsqu'ils représentent une fraction importante du capital, et l'acquisition systématique d'information sur la société pour répondre à leur logique d'investissement. De plus, les investisseurs institutionnels effectuent généralement des transactions de blocs de titres sur le marché : la taille de leurs transactions implique donc un coût supérieur de gestion d'inventaire. Il en est de même lorsque les investisseurs institutionnels adoptent un comportement grégaire et amplifient une direction du marché. Kothare et Laux [1995] définissent ainsi un coût de comportement moutonnier sur le NASDAQ, dû à l'augmentation du poids des investisseurs institutionnels dans le volume d'échange.

Les composantes d'inventaire et d'asymétrie informationnelle sont donc fonctions croissantes de leurs participations, et ce de manière indifférenciée.

D'un autre côté, les investisseurs institutionnels peuvent être considérés comme une source de concurrence accrue dans l'offre de liquidité (Kothare et Laux [1995]). Rôle d'autant plus bénéfique, si l'on considère qu'ils adoptent un comportement contra-cyclique (se portent à l'achat lorsque le marché est baissier et à la vente lorsqu'il est haussier), entraînant une action stabilisatrice sur le coût de gestion de stock des teneurs de marché, mais également sur le coût d'asymétrie informationnelle, le motif d'échange n'étant pas de nature informationnelle³¹¹. Il en est de même si l'on suppose que l'ensemble des investisseurs institutionnels dans le capital d'une même société est hétérogène, chacun usant de stratégies de portefeuilles différenciées qui se compensent entre elles (Tinic [1972]). Lakonishok,

³¹¹ Kothare et Laux [1995] soulignent que la possession d'informations privilégiées par les investisseurs institutionnels est toujours supposée mais rarement prouvée.

Shleifer et Vishny [1992] en distinguent trois types : (1) les investisseurs institutionnels échangeant sur base de considérations court terme, excluant la prise en compte des fondamentaux des entreprises, (2) les investisseurs institutionnels usant d'un panel d'analyses variées avant de prendre leur décision d'investissement, et (3) les investisseurs institutionnels usant de stratégies d'échange corrélées, ou adoptant un comportement moutonnier déstabilisateur.

La seconde approche semble trouver un écho empirique favorable sur le NASDAQ (Hamilton [1978], Fabozzi [1979], Jennings, Schnatterly et Seguin [1995]) et le NYSE (Tinic [1972]), bien que certains auteurs ne parviennent pas à trouver de lien significatif (Chiang et Venkatesh [1988] ou encore Kothare et Laux [1995]).

De fait, l'influence des investisseurs institutionnels sur la liquidité dépend fortement de leur stratégie d'investissement et relève de l'analyse empirique (Kini et Mian [1995]).

Sarin, Shastri et Shastri [1999] font état d'un lien positif (négatif) entre la participation des institutionnels et la fourchette (profondeur)³¹². En analysant les composantes de la fourchette, les auteurs montrent que son accroissement n'est pas d'origine informationnelle, mais résulte de l'impact des transactions de grande taille de ces agents sur le coût d'inventaire des teneurs de marché.

Attig, Gadhoun et Lang [2003] concluent à l'absence de différence significative des fourchettes relatives entre sociétés possédant un actionnariat de référence constitué d'institutions financières des autres. De plus, les impacts sur la fourchette de leur participation aux seuils de 10% et 20% étant de sens contraire, les auteurs en concluent qu'elles ne sont pas identifiées par le marché comme agents informés, en raison notamment de participations relativement faibles (Demsetz [1986]) ou de contraintes réglementaires. Kini et Mian [1995] apportent une conclusion plus pragmatique : les investisseurs institutionnels réduisent l'asymétrie informationnelle parce que leur présence attire l'intérêt et donc le suivi d'un plus grand nombre d'analystes financiers.

La difficulté d'appréhension du rôle des '*zinzins*' est clairement illustrée par l'étude de Kraus et Stoll [1972] sur le NYSE. Les cessions de blocs de titres par les institutionnels s'accompagnent d'un surcoût transactionnel de 0,60%, mais l'interprétation des résultats à

³¹² Sur le même échantillon de 786 sociétés cotées sur l'AMEX et le NYSE, avec contrôle des déterminants usuels de la liquidité et de la structure de propriété.

partir de la fourchette cotée uniquement est équivoque : soit la cession s'effectue pour saisir des opportunités d'investissement plus rentables, soit les investisseurs institutionnels sont des agents à motif de liquidité. Naes [2004] reporte l'absence d'influence significative de la présence d'investisseurs institutionnels sur la composante informationnelle de la fourchette pour la place de marché d'Oslo, mais suscite de nouvelles interrogations puisque les autres mesures de la liquidité, à savoir la fourchette et la profondeur, ne semblent pas être affectées. Kini et Mian [1995] arguent que les investisseurs institutionnels présentent soit un degré d'asymétrie informationnelle moindre, soit que les effets de liquidité dominent les effets informationnels de leurs transactions et en concluent une baisse du coût de liquidité. L'étude de Eleswarapu et Krishnamurti [1995] apporte implicitement pour réponse leur nature d'actionnaires stables, la présence d'institutions financières au capital d'une société diminuant la fréquence d'échange des titres sur le Bombay Stock Exchange.

Enfin, Demsetz [1986] et Chiang et Venkatesh [1988] insistent sur la différenciation des '*zinzins*' et des initiés. Détenant en général des fractions relativement faibles du capital des sociétés pour motif de diversification de leurs portefeuilles, les fonds mutuels ne disposent pas d'un accès direct à l'information, privilège des initiés. En revanche, ils peuvent mobiliser davantage de ressources que tout autre investisseur dans l'analyse de l'information divulguée par les firmes

B. L'INTERNATIONALISATION DES FONDS

Naes [2004] supporte l'idée que la présence d'actionnaires étrangers au sein du capital d'une société relève davantage de préoccupations de diversification de leurs portefeuilles d'investissement (puisque subissant un désavantage informationnel relativement aux actionnaires nationaux), qu'informationnelles. L'auteur s'attend naturellement à ce que leurs transactions soient à motif de liquidité plutôt que sources de sélection adverse et conclut à une causalité potentielle de la liquidité vers l'actionnariat étranger pour cette raison de diversification.

LE POIDS DE L'ÉTAT

Eleswarapu et Krishnamurti [1995] mettent en avant la réduction de la fréquence d'échange des titres des sociétés ayant une forte participation étatique. Par définition, l'objectif de contrôle du gouvernement et la poursuite d'intérêts pour partie non économiques stabilisent fortement ses participations. En revanche, en tant qu'actionnaire principal, l'Etat ne semble pas être perçu comme un investisseur échangeant à motif informationnel, voire même comme un acteur diminuant les coûts de liquidité (Attig, Gadhoun et Lang [2003])³¹³. Chan, Chan et Fong [2004] confirment sur le marché de Hong Kong une augmentation de l'impact de marché et une diminution du volume d'échange suite à la réduction du flottant de 33 titres par l'acquisition du gouvernement.

L'AMBIGUÏTÉ DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ

A notre connaissance, l'étude de l'impact de l'actionnariat salarié sur l'amplitude de la fourchette ou tout autre mesure de la liquidité ne trouve pas d'écho empirique.

A notre sens, celui-ci relève une double ambiguïté, fonction de la position hiérarchique du salarié et du statut légal de la participation des salariés au travers des fonds communs de placement de l'entreprise (FCPE).

D'un certain point de vue, on pourrait considérer que les salariés disposent d'une information privilégiée sur la situation de l'entreprise, leur participation reflétant leurs anticipations sur l'évolution future de l'activité de leur société. Sous l'hypothèse que l'actionnariat salarié est principalement représenté par l'acquisition de parts au fonds commun de placement de l'entreprise, cette assertion doit être doublement pondérée :

- L'accès à l'information stratégique de la firme est réservé aux cadres salariés ayant une position et des responsabilités importantes dans le processus de décision.
- La transcription d'une nouvelle information sur l'actionnariat salarié relève plus d'une vision dynamique que statique, or l'ajustement marginal de la participation des salariés est fortement contraint sur le plan réglementaire, empêchant une réallocation rapide des portefeuilles des salariés, condition nécessaire pour tirer profit sur le marché de son information privilégié³¹⁴.

³¹³ Ce résultat est toutefois à modérer au regard de sa faible signification statistique.

³¹⁴ Cette assertion suppose de fait que l'avantage informationnel du salarié se traduise par des mouvements de fonds au sein du FCPE. Il n'en est rien lorsque le salarié gère un portefeuille de titres sur le plan individuel.

De plus, l'hypothèse de détention d'une information stratégique nécessite que les salariés disposent d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs au sein de l'organe de surveillance. Or, la double nature des salariés peut inciter les dirigeants à ne pas intégrer certaines décisions au sein des conseils d'administration, quitte à mettre en place des conseils informels.

D'un autre point de vue, le statut légal des FCPE implique une forte contrainte de stabilité de l'actionnariat salarié, faisant pression à la baisse sur la liquidité des titres de la société.

L'influence de l'actionnariat salarié sur la liquidité relève alors de l'étude empirique.

4. UN SIGNAL D'EXPROPRIATION : LA DISTORSION DU CONTRÔLE

La diminution de la participation nécessaire pour obtenir un même niveau de contrôle³¹⁵ peut inciter les grands actionnaires à tirer profit de leur information privilégiée par l'échange³¹⁶, la valeur d'une intervention potentielle diminuant d'autant plus que leur participation est faible. Attig et *al.* [2004] soutiennent ainsi la thèse de la manipulation de l'information par les grands actionnaires bénéficiant d'un pouvoir surdimensionné, dans l'objectif de bénéficier d'une rente informationnelle sur le marché. La manipulation de l'information est définie par les auteurs à la fois comme de la rétention et une divulgation plus éparse de l'information, mais englobe également la production d'information utile pour l'échange informé³¹⁷. L'amplitude de la différence entre le nombre de droits de votes et le nombre d'actions détenues par l'actionnaire principal de la société signale, pour les auteurs, un comportement d'expropriation : « *To increase the chance of executing his plans, the ultimate owner would minimize and delay the disclosure of information so that other shareholders cannot intervene, or must base their decisions on inadequate information. Poor disclosure widens the gap between uninformed traders and informed traders such as insiders and investors who closely scrutinize these firms. The latter group may generate substantial profits from trade. This can increase [...] informed trading relative to uninformed trading, resulting in a wider bid-ask spread and greater illiquidity [...].* », Attig et *al.* [2004], page 6.

³¹⁵ Attig, Fong, Gadhoun et Lang [2004] montrent pour un échantillon de 1,167 firmes canadiennes que la participation minimale pour obtenir le contrôle de 20% des votes est de 18,18%.

³¹⁶ En dehors de tout autre objectif de contrôle que celui d'un retour sur investissement.

³¹⁷ « *We hypothesize that holding more control rights than ownership rights motivates controlling shareholders to generate and exploit insider information, then trade on this information to extract the private benefits of control.* ». Attig, Gadhoun et Lang [2003] analysent le lien négatif entre le capital minimum nécessaire pour obtenir le contrôle de 20% des droits de vote et la fourchette comme la démonstration d'un tel comportement : l'accroissement d'un tel ratio implique l'absence relative d'opportunisme de l'actionnaire de contrôle, puisqu'il en subit le coût proportionnellement à son pouvoir de vote.

En d'autres termes, l'amplitude de la déviation entre propriété et droits de vote a un double impact en termes de coûts d'agence mais également de coûts de la liquidité.

Attig, Gadhoun et Lang [2003] mettent en évidence un lien négatif significatif entre le ratio de la participation la plus importante et le pouvoir de vote associé et la fourchette relative. Autrement dit, plus grand est le pouvoir de contrôle associé à un même niveau de participation, plus la fourchette croît, reflétant le risque grandissant d'opportunisme de l'actionnaire principal.

Enfin, Attig et *al.* [2004] confirment, sur un échantillon de 1 167 firmes canadiennes, un lien (peu significatif mais du sens attendu) entre la liquidité des titres et la présence de structures pyramidales. L'explication pour les auteurs provient du fait que les investisseurs sélectionnent les titres les plus liquides afin de bénéficier d'une option de sortie en cas d'expropriation. La liquidité d'un titre envoie donc un signal positif de protection contre un tel comportement.

Séparant leur échantillon en firmes familiales ou non, les auteurs constatent le renforcement plus prononcé du contrôle de la firme par les actionnaires familiaux, la différence moyenne entre droits de vote et participation étant de 10,4% pour ceux-ci par comparaison avec 2,5% pour les sociétés non familiales.

Ce constat ne préjuge toutefois pas d'un comportement différencié des actionnaires familiaux avec les autres en termes d'appropriation : l'ensemble des firmes étroitement détenues, que ce soit par les membres d'une même famille ou d'autres grands actionnaires, exhibent ainsi un plus grand coût informationnel de liquidité que les sociétés à l'actionnariat concentré, et ce de manière similaire.

L'apport principal de Attig et *al.* [2004] concerne la mise en exergue du contrôle surdimensionné comme facteur explicatif de l'accroissement de la composante informationnelle de la fourchette, la composante de gestion de stock étant plutôt affectée (négativement) par la concentration du capital, ou la diminution du flottant (Chan, Chan et Fong [2004]).

5. L'INFLUENCE INDIRECTE DU LÉGISLATEUR

Brockman et Chung [2003] soutiennent que les pays ayant une protection insuffisante des investisseurs sont dotés de marchés financiers présentant une plus grande asymétrie informationnelle entre les acteurs, conduisant à un faible niveau de liquidité des titres. En effet, un environnement législatif protecteur minimise les asymétries informationnelles et

réduit donc la probabilité d'échange informé. De fait, les offreurs de liquidité supportent un risque moindre et réduisent la fourchette conjointement à une augmentation de la profondeur. Brockman et Chung [2003] valorisent les bénéfices des systèmes légaux orientés favorablement aux marchés financiers : « *[reducing] investor uncertainty by establishing clear ownership rights, contract laws, commercial and bankruptcy codes, and by maintaining a high degree of certainty with respect to enforcement.* », page 922. L'environnement réglementaire détermine donc le niveau d'information publique disponible, par suite le degré final de liquidité du marché. Les auteurs valident leur proposition de lien positif entre les degrés de protection des investisseurs et de liquidité par comparaison du marché de Hong Kong avec sa contrepartie chinoise.

Bhattacharya et Daouk [2002] étendent ce résultat en montrant une réduction du coût du capital suite à la mise en application de réglementations nationales encadrant l'échange initié. Beny [2004] confirme sur un échantillon de 36 pays qu'une réglementation plus contraignante sur l'échange initié induit généralement une plus grande dispersion de l'actionnariat des sociétés, une plus grande efficacité informationnelle des prix et une plus grande liquidité de marché.

Enfin, Jain [2001] établit, sur un échantillon de 51 pays représentant 90% de la capitalisation boursière mondiale, que les fourchettes de clôture pour les pays présentant une plus grande sécurité des droits des actionnaires sont plus étroites.

SECTION 2 – SYNTHÈSE DES HYPOTHÈSES LIANT STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ, LIQUIDITÉ ET PERFORMANCE DES FIRMES

Les hypothèses testées sont de plusieurs ordres. L'hypothèse principale repose sur l'idée générale portée par les travaux de Merton [1987] ou encore Amihud et Mendelson [1988] sur la question de la performance comme expression du coût de liquidité supporté par les investisseurs. Nous nous interrogeons ensuite sur les déterminants, cette fois-ci propres à la structure de propriété des entreprises, de la liquidité de leurs titres. Nous procédons à nouveau à une double analyse en termes de capital et de droits de vote, en adoptant une approche typologique mais également catégorielle.

Hypothèse 44 – La performance est pour partie une expression du coût de la liquidité.

Les travaux théoriques de Merton [1987] ou encore Amihud et Mendelson [1988], ainsi qu'un panel d'études empiriques soulignent l'existence d'une prime de liquidité ponctionnant le coût du capital et la valeur des sociétés. Cet escompte additionnel se traduit par une espérance de rendement plus importante des investisseurs qui en reportent le coût sur les sociétés. On peut s'attendre alors à ce que les firmes les moins liquides exhibent les meilleures performances, et inversement, de telle manière qu'il y ait péréquation des taux de rendement pour les investisseurs après prise en compte des coûts de transaction.

Hypothèse 45 – Le coût de la liquidité diffère selon le type de firme.

En raison de différences comportementales sur la stabilité des participations ainsi que les motifs à l'échange sur le marché, le coût de la liquidité diffère sensiblement en fonction du type des firmes.

Hypothèse 46 – Le coût de la liquidité diffère selon l'identité des actionnaires.

Il s'agit tout simplement de la variante catégorielle de l'hypothèse précédente, en sachant qu'elle est supposée être plus pertinente puisqu'elle intègre l'ensemble des actionnaires de contrôle et non seulement l'actionnaire majoritaire.

Hypothèse 47 – La concentration des droits de propriété impacte négativement la liquidité.

Le modèle de Holmström et Tirole [1993] présuppose un lien direct entre la concentration de la propriété et la liquidité des titres d'une société, en raison d'un pur effet mécanique. Nous avons mis en exergue l'importance du volume d'échange potentiel sur le coût de l'immédiateté en première partie, par conséquent on peut supposer que les sociétés les plus concentrées affichent un coût implicite de transaction plus élevé en raison d'un potentiel d'échange plus faible.

Hypothèse 48 – La concentration des droits de vote impacte négativement la liquidité.

La concentration des droits de vote ne fait pas l'objet de lien explicite théorique avec le degré de liquidité des firmes. Outre le fait qu'elle accompagne généralement la concentration des droits de propriété, on peut supposer également un impact négatif sur le coût de liquidité en raison du verrouillage du capital qui en découle et du moindre attrait relatif des investisseurs externes, pour les prises de contrôle hostiles notamment. Autrement dit, à structures du capital identiques, deux firmes similaires en tout point à l'exception de leurs concentrations des droits de vote exhiberaient des coûts de liquidité dissemblables : la firme au contrôle le plus concentré subirait un coût implicite en raison d'un intérêt moindre des investisseurs pour ses titres.

Hypothèse 49 – La distorsion du contrôle impacte négativement la liquidité.

L'influence de la distorsion du contrôle sur le coût du service d'immédiateté est double. D'une part, la différence de niveaux de contrôle entre actionnaires internes et investisseurs externes traduit un même effet de désintérêt relatif des investisseurs pour les titres des sociétés aux distorsions élevées ; dans ce cas, il s'agit du pendant de l'hypothèse précédente en mesure relative. D'autre part, la distorsion du contrôle envoie un signal d'expropriation potentielle par l'échange informé des actionnaires majoritaires. On en déduit une liaison positive entre le coût de liquidité et le degré de distorsion du contrôle.

Enfin, sont testées les incidences indirectes de la structure de propriété des firmes sur leur performance au travers de la surveillance du marché.

Hypothèse 50 – La surveillance du marché est amoindrie par la concentration du capital et la distorsion du contrôle.

Concentration du capital et distorsion du contrôle sont tous deux des facteurs amoindrissant la rotation du flottant des sociétés, par suite de la surveillance du marché : le premier en raison d'un pur effet mécanique, et le second par le verrouillage du capital.

Hypothèse 51 – La surveillance du marché dépend fortement de l'identité des actionnaires de contrôle.

En raison des différences comportementales et d'investissement des actionnaires de contrôle, la prise en compte de leur identité permet de mettre en avant des degrés divers de surveillance du marché.

SECTION 3 – RÉSULTATS DE L'ÉTUDE

L'échantillon d'analyse est similaire à celui de la deuxième partie, comprenant 123 sociétés cotées sur Euronext Paris.

Nous présentons dans un premier temps l'analyse conjointe des structures de propriété et de contrôle, et de la liquidité pour en déduire l'impact sur le coût du capital et par suite la performance attendue des firmes.

Dans un deuxième temps, nous nous interrogeons sur le coût implicite du contrôle et la concentration en terme de liquidité, en portant à nouveau l'accent sur la distorsion du contrôle et l'importance de l'identité des actionnaires. Nous concluons par l'exposé des facteurs d'amoindrissement de la surveillance du marché, ainsi que la détermination de l'impact économique de la concentration sur le coût de liquidité des titres de la société, afin de mettre en rapport les bénéfices et les coûts de la concentration.

1. L'IMPACT DES STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ ET DE CONTRÔLE SUR LA LIQUIDITÉ

LE COÛT DE LA LIQUIDITÉ, UNE AUGMENTATION IMPLICITE DU RENDEMENT ATTENDU DES INVESTISSEURS

Dans la lignée de Merton [1987], Amihud et Mendelson [1988] et des travaux suivants, les investisseurs rationnels font supporter le coût d'illiquidité des titres d'une société sur leur valorisation boursière. L'impact est direct : les firmes les moins liquides doivent proposer une rentabilité supérieure aux investisseurs – une prime d'illiquidité – afin de compenser la ponction des coûts de transactions sur la rentabilité de leurs portefeuilles. Cette prime est d'autant plus appropriée que le risque d'illiquidité ne peut être éliminé par les investisseurs.

Toutefois, dans la mesure où seule la rentabilité des portefeuilles boursiers des investisseurs est ponctionnée par le coût d'illiquidité, seules les rentabilités financières en valeur de marché devraient être affectées, et ce positivement (à l'exception des mesures du Q de Tobin et du ratio de Marris pour lesquelles on devrait observer une relation négative avec le coût de liquidité en raison de leur mode de construction³¹⁸).

Dans un premier temps, le tableau 3.5 met en lumière les différences de liquidité des groupes de firmes établis en fonction de l'identité de leur actionnaire principal.

³¹⁸ Ces mesures se construisent à l'inverse des autres mesures de rentabilité avec la valeur de marché des firmes au numérateur. Par conséquent, si l'accroissement de rentabilité des firmes peu liquides se traduit non pas par une amélioration *stricto sensu* de la performance mais par une diminution de la valeur de la firme, on devrait s'attendre à une relation négative entre ces mesures et le coût de liquidité.

Tableau 3. 5 – La liquidité des sociétés de l'échantillon par type

	Ensemble					Ensemble 123
	Famille 68	Managériale 36	Inst. Finan. 9	Etat 7	Salariés 3	
Volume d'échange quotidien en capitaux						
Moyenne	3 757 837	38 780 966	2 919 644	39 749 958	2 303 772	15 960 045
Mediane	233 800	22 943 678	168 741	15 009 212	1 065 518	877 681
Min	3 377	65 330	37 200	39 880	229 485	3 377
Max	66 314 862	314 534 312	19 734 044	147 559 893	5 616 313	314 534 312
Taille des transactions en montants						
Moyenne	8 707	24 278	7 874	23 347	8 620	14 034
Mediane	6 199	21 676	6 101	17 629	6 410	8 424
Min	1 189	3 180	3 660	4 500	4 434	1 189
Max	45 936	108 779	17 717	51 878	15 015	108 779
Fourchette effective relative						
Moyenne	0,96%	0,20%	0,73%	0,36%	0,36%	0,67%
Mediane	0,64%	0,11%	0,63%	0,14%	0,34%	0,34%
Min	0,05%	0,05%	0,11%	0,06%	0,21%	0,05%
Max	8,13%	0,89%	1,43%	1,62%	0,53%	8,13%
Lambda						
Moyenne	73,0	5,7	44,7	35,4	16,8	47,8
Mediane	26,6	1,2	32,9	2,8	13,1	13,1
Min	0,4	0,1	0,1	0,1	8,5	0,1
Max	1 191,6	87,8	132,3	221,4	28,6	1 191,6
Fourchette réalisée						
Moyenne	0,22	0,06	0,17	0,14	0,12	0,16
Mediane	0,17	0,03	0,16	0,03	0,11	0,09
Min	0,02	0,01	0,01	0,01	0,09	0,01
Max	0,74	0,48	0,36	0,54	0,17	0,74
Composante λ						
Moyenne	31,4%	31,5%	25,8%	31,9%	28,2%	30,9%
Mediane	30,2%	31,4%	25,4%	33,0%	29,0%	30,2%
Min	19,7%	19,9%	13,2%	12,8%	23,6%	12,8%
Max	64,0%	46,0%	40,8%	41,2%	32,0%	64,0%

Nonobstant la composante d'inventaire et d'asymétrie informationnelle de la fourchette réalisée, l'ensemble des mesures de liquidité, en termes absolu et relatif, posent une hiérarchie du coût de liquidité par type de firme, dans l'ordre décroissant : firmes familiales, firmes contrôlées par une institution financière, par l'Etat, par les salariés et enfin non contrôlées. Les tests de Kruskal-Wallis opérés entre les quatre premiers types de firmes (hors firmes salariales) confirment l'existence d'une hétérogénéité significative en terme de liquidité pour l'ensemble des mesures, à l'exception de la composante λ (tableau 3.6).

Tableau 3. 6 – Résultats des tests de Kruskal-Wallis sur la comparaison des caractéristiques de liquidité par types de firmes

	$\chi^2(3)$	Signification	Résultat
Mesures de la liquidité			
Volume d'échange quotidien (€)	45,772	p<0,01	On rejette H0
Taille des transactions (€)	35,588	p<0,01	On rejette H0
Fourchette effective relative	41,277	p<0,01	On rejette H0
Lambda	45,145	p<0,01	On rejette H0
Fourchette réalisée	31,122	p<0,01	On rejette H0
Composante λ	4,576	0,206	On ne peut rejeter H0

Plusieurs points méritent d'être approfondis.

Les firmes familiales présentent une fourchette effective relative moyenne de près de 1% pour un aller-retour sur le marché, un montant près de 5 fois plus important que le coût de liquidité des sociétés non contrôlées. L'explication principale réside non pas dans une présence plus prononcée d'investisseurs informés (les deux types de firmes ayant en moyenne des composantes λ identiques) mais bien dans la concentration du capital des firmes familiales, réduisant de manière drastique le volume d'échange et la profondeur associée.

La taille de transaction ne suffit pas pour inférer l'échange informé : les firmes familiales ainsi que celles contrôlées par des institutions financières convergent sur ce plan mais se différencient nettement en ce qui concerne les composantes λ de leurs fourchettes réalisées respectives.

Il semblerait alors que les institutions financières, et les salariés dans une moindre mesure, ne soient pas considérés comme des investisseurs informés mais plutôt comme des agents à motif de liquidité.

A l'inverse, l'Etat, les sociétés non contrôlées ainsi que les sociétés familiales sont les plus exposées à l'échange informé mais selon des modes opératoires différents.

Un fort volume d'échange offre un cadre favorable à la dissimulation des transactions des agents informés, ce qui explique le degré élevé de la composante λ pour les deux premiers types d'entreprises, mais ne caractérise pas le cas des entreprises familiales.

L'identité même des actionnaires de contrôle semble être une réponse plus pertinente de l'accroissement de la composante informationnelle des sociétés familiales. L'analyse croisée avec l'incidence de la taille de transaction sur la composante λ conforte cette assertion dans la mesure où les sociétés non contrôlées ainsi que celles ayant l'Etat comme actionnaire principal se situent dans dans les tailles de transactions aux plus hauts niveaux de λ (tableau 3.5). La portée de cette assertion doit toutefois être nuancée en raison de différences non significatives entre les types de firme.

Dans un second temps, des tests sont menés sur les relations entre les mesures de performance et celles du coût de la liquidité³¹⁹. Seuls les modèles significatifs sont exposés.

Les résultats avec la fourchette effective relative sont en droite ligne avec la relation attendue : positive pour la mesure de Sharpe, l'alpha de Jensen et la rentabilité des fonds propres en valeur de marché et négative pour les mesures *ex ante* du Q de Tobin *ex ante* et du ratio de Marris (tableaux 3.7 et 3.8).

Tableau 3. 7 – La performance : une rémunération implicite du coût de liquidité mesurée par la fourchette effective relative 1/2

	Q de Tobin <i>ex ante</i>	Ratio de Marris <i>ex ante</i>	Mesure de Sharpe
R ²	0,453	0,270	0,200
R ² ajusté	0,428	0,238	0,173
Signification	F(5,109)=18,07 p<0,01	F(5,114)=8,44 p<0,01	F(4,117)=7,33 p<0,01
Données	115	120	122
Caractéristiques			
Constante	1,626 ***	1,472 ***	-6,698
Risque	0,060	0,640	
Taux de croissance du CA	0,070	0,357 *	23,226 ***
Structure financière	-0,402 ***	-0,197 ***	-2,120
Rotation du flottant	-0,066	-0,064	2,463 **
Liquidité			
Fourchette effective relative	-0,081 *	-0,127 ***	3,631 **

Tableau 3. 8 – La performance : une rémunération implicite du coût de liquidité mesurée par la fourchette effective relative 2/2

	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Alpha de Jensen
R ²	0,418	0,385
R ² ajusté	0,392	0,364
Signification	F(5,111)=15,94 p<0,01	F(4,116)=18,18 p<0,01
Données	117	121
Caractéristiques		
Constante	0,070 ***	-0,360 ***
Risque	-6,788 ***	
Taux de croissance du CA	0,085 ***	0,643 ***
Structure financière	0,006	-0,060 **
Rotation du flottant	0,018 ***	0,064 ***
Liquidité		
Fourchette effective relative	0,017 ***	0,107 ***

³¹⁹ Les mêmes transformations des variables de liquidité ont été opérées afin d'améliorer leurs propriétés de distribution (*confer* Chapitre 3, Section 2, Paragraphe 2, point 2.4.F.).

Les résultats avec le lambda de Kyle [1985] sont similaires (tableaux 3.9 et 3.10). On peut s'interroger toutefois sur la mise en évidence d'une relation, bien que du sens attendu, avec la rentabilité économique en valeur de marché : l'effet ici n'est pas lié directement à l'amélioration de la performance économique mais plutôt à une diminution de la valeur de marché des fonds investis.

Tableau 3. 9 – La performance : une rémunération implicite du coût de liquidité mesurée par le lambda de Kyle [1985] 1/2

	Q de Tobin ex ante	Ratio de Marris ex ante	Rentabilité économique en valeur de marché
R ²	0,394	0,281	0,436
R ² ajusté	0,367	0,249	0,411
Signification	F(5,110)=14,33 p<0,01	F(5,113)=8,82 p<0,01	F(5,111)=17,16 p<0,01
Données	115	119	117
Caractéristiques			
Constante	1,814 ***	1,654 ***	0,043 **
Risque	0,028	-2,615	0,028 ***
Taux de croissance du CA	0,116	0,407 **	0,007
Structure financière	-0,282 ***	-0,200 ***	-0,001
Rotation du flottant	-0,085 *	-0,053	0,010 ***
Liquidité			
Lambda	-0,059 **	-0,063 ***	0,004 *

Tableau 3. 10 – La performance : une rémunération implicite du coût de liquidité mesurée par le lambda de Kyle [1985] 2/2

	Mesure de Sharpe	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	Alpha de Jensen
R ²	0,234	0,393	0,459
R ² ajusté	0,208	0,366	0,440
Signification	F(4,117)=8,95 p<0,01	F(5,113)=14,64 p<0,01	F(4,115)=24,4 p<0,01
Données	122	119	120
Caractéristiques			
Constante	-19,722 **	0,042	-0,596 ***
Risque		-6,236 ***	
Taux de croissance du CA	19,210 **	0,081 ***	0,617 ***
Structure financière	-2,291	0,004	-0,069 **
Rotation du flottant	3,134 **	0,018 ***	0,080 ***
Liquidité			
Lambda	2,795 ***	0,009 ***	0,067 ***

La prise en compte de la fourchette réalisée comme mesure de liquidité apporte pour information supplémentaire l'importance des mesures de marché de la performance, les liaisons avec les rentabilités économiques et des fonds propres le soulignant particulièrement (tableaux 3.11 à 3.13).

Tableau 3. 11 – La performance : une rémunération implicite du coût de liquidité mesurée par la fourchette réalisée 1/3

	Q de Tobin ex ante	Rentabilité économique en valeur comptable	Rentabilité économique en valeur de marché
R^2	0,375	0,313	0,467
R^2 ajusté	0,347	0,283	0,443
Signification	F(5,110)=13,22 p<0,01	F(5,116)=10,56 p<0,01	F(5,111)=19,43 p<0,01
Données	116	122	117
Caractéristiques			
Constante	1,540 ***	0,101 ***	0,028
Risque	0,021	0,039 ***	0,027 ***
Taux de croissance du CA	0,089	-0,032	0,001
Structure financière	-0,286 ***	-0,037 ***	-0,002
Rotation du flottant	-0,048	0,003	0,011 ***
Liquidité			
Fourchette réalisée	-0,067 *	0,013 *	0,011 ***

Tableau 3. 12 – La performance : une rémunération implicite du coût de liquidité mesurée par la fourchette réalisée 2/3

	Ratio de Marris ex ante	Mesure de Sharpe	Rentabilité des fonds propres en valeur de marché
R^2	0,268	0,410	0,416
R^2 ajusté	0,235	0,390	0,390
Signification	F(5,112)=8,18 p<0,01	F(4,116)=20,16 p<0,01	F(5,113)=16,12 p<0,01
Données	118	121	119
Caractéristiques			
Constante	1,465 ***	-0,506 ***	0,028
Risque	-4,489		-5,423 ***
Taux de croissance du CA	0,400 **	0,600 ***	0,076 ***
Structure financière	-0,199 ***	-0,054 **	0,004
Rotation du flottant	-0,029	0,066 ***	0,017 ***
Liquidité			
Fourchette réalisée	-0,085 **	0,117 ***	0,018 ***

Tableau 3. 13 – La performance : une rémunération implicite du coût de liquidité mesurée par la fourchette réalisée 3/3

	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 1	Rentabilité des fonds propres en valeur comptable 2	Alpha de Jensen
R^2	0,325	0,328	0,410
R^2 ajusté	0,295	0,298	0,390
Signification	F(5,112)=10,78 p<0,01	F(5,112)=10,95 p<0,01	F(4,116)=20,16 p<0,01
Données	118	118	121
Caractéristiques			
Constante	0,180 ***	0,197 ***	-0,506 ***
Risque	-10,486 ***	-10,679 ***	
Taux de croissance du CA	0,087 *	0,078 *	0,600 ***
Structure financière	0,008	-0,015	-0,054 **
Rotation du flottant	0,005	0,006	0,066 ***
Liquidité			
Fourchette réalisée	0,014 *	0,014 *	0,117 ***

La remarque essentielle que l'on peut formuler repose sur l'influence significative et quasi unique du coût de la liquidité sur les mesures de performance financière en valeur de marché. La conclusion est directe : la valeur de marché des sociétés, par suite leur performance en valeur de marché affichée, incorpore une prime d'illiquidité. Par conséquent, la performance effective d'un investisseur se doit de prendre en considération non seulement ce coût implicite de transaction mais également la fréquence des transactions effectuées sur le titre qui alourdit d'autant plus le coût transactionnel.

L'absence de relation significative liant la performance des sociétés avec la composante λ peut s'expliquer en raison de son homogénéité quel que soit le type de firme.

LE COÛT IMPLICITE DU CONTRÔLE ET DE LA CONCENTRATION

Nous analysons l'impact de la structure de propriété sur le coût du service d'immédiateté. Dans un premier temps, nous distinguons les firmes managériales de celles contrôlées par un actionnaire au seuil de 20% des droits de vote. Pour l'ensemble des mesures à l'exception de la composante λ , une structure actionnariale dispersée se traduit par un amoindrissement significatif du coût de liquidité (tableaux 3.14 et 3.15).

Tableau 3. 14 – Le coût implicite du contrôle sur la liquidité 1/2

		Fourchette effective		Lambda	
Modèles					
R ²		0,904	0,904	0,907	0,907
R ² ajusté		0,900	0,900	0,903	0,903
Signification		F(5,117)=221,21	F(5,117)=221,21	F(5,116)=225,89	F(5,116)=225,89
		p<0,01	p<0,01	p<0,01	p<0,01
Données		123	123	122	122
	Constante	10,067 ***	9,819 ***	25,601 ***	25,075 ***
Echange	Taille de transaction	-0,751 ***	-0,751 ***	-1,738 ***	-1,738 ***
	Résilience	0,141 ***	0,141 ***	0,228 ***	0,228 ***
Risque	Risque total	11,237 *	11,237 *	-19,472 *	-19,472 *
Prix	Inverse du prix	-0,110	-0,110	-7,876 ***	-7,876 ***
Type	Sans contrôle	-0,248 ***		-0,526 ***	
	Avec contrôle		0,248 ***		0,526 ***

Tableau 3. 15 – Le coût implicite du contrôle sur la liquidité 2/2

		Fourchette réalisée		1/λ	
Modèles					
	R ²	0,684	0,684	0,057	0,057
	R ² ajusté	0,671	0,671	0,016	0,016
	Signification	F(5,117)=50,70 p<0,01	F(5,117)=50,70 p<0,01	F(5,115)=1,39 p>0,1	F(5,115)=1,39 p>0,1
	Données	123	123	121	121
Echange					
	Constante	9,746 ***	9,334 ***	4,620 ***	4,579 ***
	Taille de transaction	-0,504 ***	-0,504 ***	-0,083	-0,083
	Résilience	0,168 ***	0,168 ***	-0,028	-0,028
Risque					
	Risque total	-26,660 **	-26,660 **	-19,509	-19,509
Prix					
	Inverse du prix	-5,811 ***	-5,811 ***	-0,947	-0,947
Type					
	Sans contrôle	-0,412 ***		-0,041	
	Avec contrôle		0,412 ***		0,041

Ce constat est renforcé par l'utilisation des mesures de concentration du capital et des droits de vote (tableaux 3.16 à 3.21). Les tests avec les droits de contrôle apportent un surcroît de pouvoir explicatif aux modèles, les relations mises en évidence notamment avec la fourchette réalisée étant relativement plus significatives par rapport aux seules mesures en capital.

Tableau 3. 16 – Concentration des structures de propriété et de contrôle et coût du service d'immédiateté 1/6

		Fourchette effective		Lambda	
Modèles					
	R ²	0,906	0,906	0,909	0,907
	R ² ajusté	0,902	0,902	0,905	0,903
	Signification	F(5,117)=226,75 p<0,01	F(5,117)=223,89 p<0,01	F(5,116)=231,25 p<0,01	F(5,116)=225,86 p<0,01
	Données	123	123	122	122
Echange					
	Constante	9,387 ***	9,600 ***	24,229 ***	24,747 ***
	Taille de transaction	-0,723 ***	-0,739 ***	-1,684 ***	-1,724 ***
	Fréquence en 10 ⁻³	0,130 ***	0,129 ***	0,206 ***	0,205 ***
Risque					
	Risque total	13,200 **	12,249 **	-15,548	-17,756
Prix					
	Inverse du prix	-0,073	-0,150	-7,808 ***	-7,971 ***
Concentration					
	C5 en droits de vote	0,583 ***		1,203 ***	
	C5 en capital		0,595 ***		1,184 ***

Tableau 3. 17 – Concentration des structures de propriété et de contrôle et coût du service d'immédiateté 2/6

	Fourchette réalisée		1/λ	
Modèles				
R ²	0,688	0,683	0,065	0,069
R ² ajusté	0,675	0,670	0,025	0,028
Signification	F(5,117)=51,66 p<0,01	F(5,117)=50,48 p<0,01	F(5,115)=1,61 p>0,1	F(5,115)=1,70 p>0,1
Données	123	123	121	121
Constante	8,675 ***	9,124 ***	3,838 ***	3,792 ***
Echange				
Taille de transaction	-0,462 ***	-0,496 ***	-0,028	-0,024
Fréquence en 10 ⁻³	0,151 ***	0,151 ***	-0,037	-0,041
Risque				
Risque total	-23,592 **	-25,456 **	-16,993	-17,154
Prix				
Inverse du prix	-5,755 ***	-5,886 ***	-0,811	-0,833
Concentration				
C5 en droits de vote	0,941 ***		0,399	
C5 en capital		0,902 **		0,518

Tableau 3. 18 – Concentration des structures de propriété et de contrôle et coût du service d'immédiateté 3/6

	Fourchette Effective		Lambda	
Modèles				
R ²	0,904	0,901	0,911	0,908
R ² ajusté	0,900	0,897	0,907	0,904
Significativité	F(5,117)=219,98 p<0,01	F(5,117)=213,02 p<0,01	F(5,115)=236,40 p<0,01	F(5,115)=226,37 p<0,01
Données	123	123	121	121
Constante	9,971 ***	10,202 ***	25,341 ***	25,840 ***
Echange				
Taille de transaction	-0,765 ***	-0,783 ***	-1,759 ***	-1,798 ***
Fréquence en 10 ⁻³	0,128 ***	0,130 ***	0,204 ***	0,209 ***
Risque				
Risque total	12,501 **	11,141 *	-19,341 *	-22,134 **
Prix				
Inverse du prix	0,026	-0,068	-7,478 ***	-7,683 ***
Concentration				
Herfindhal (votes)	0,500 ***		1,034 ***	
Herfindhal (capital)		0,489 **		0,993 **

Tableau 3. 19 – Concentration des structures de propriété et de contrôle et coût du service d'immédiateté 4/6

		Fourchette réalisée		1/λ	
Modèles					
	R ²	0,685	0,676	0,075	0,073
	R ² ajusté	0,672	0,662	0,035	0,032
	Significativité	F(5,117)=50,89 p<0,01	F(5,117)=48,85 p<0,01	F(5,115)=1,87 p>0,1	F(5,115)=1,80 p>0,1
	Données	123	123	121	121
Constante					
		9,522 ***	9,962 ***	3,902 ***	4,075 ***
Echange	Taille de transaction	-0,522 ***	-0,556 ***	-0,030	-0,043
	Fréquence en 10 ⁻³	0,145 ***	0,150 ***	-0,047	-0,047
Risque	Risque total	-24,229 **	-26,777 **	-15,669	-16,888
Prix	Inverse du prix	-5,562 ***	-5,738 ***	-0,626	-0,707
Concentration	Herfindhal (votes)	0,878 ***		0,581	
	Herfindhal (capital)		0,822 *		0,686

Tableau 3. 20 – Concentration des structures de propriété et de contrôle et coût du service d'immédiateté 5/6

		Fourchette effective		Lambda	
Modèles					
	R ²	0,903	0,902	0,911	0,908
	R ² ajusté	0,899	0,898	0,907	0,904
	Signification	F(5,117)=217,03 p<0,01	F(5,117)=214,89 p<0,01	F(5,115)=234,19 p<0,01	F(5,115)=227,50 p<0,01
	Données	123	123	121	121
Constante					
		10,149 ***	10,314 ***	25,669 ***	26,105 ***
Echange	Taille de transaction	-0,748 ***	-0,761 ***	-1,718 ***	-1,760 ***
	Fréquence en 10 ⁻³	0,133 ***	0,132 ***	0,213 ***	0,214 ***
Risque	Risque total	12,446 **	12,006 **	-19,090 *	-20,642 *
Prix	Inverse du prix	-0,060	-0,112	-7,641 ***	-7,780 ***
Concentration	Flottant (votes)	-0,394 ***		-0,851 ***	
	Flottant (capital)		-0,407 **		-0,788 **

Tableau 3. 21 – Concentration des structures de propriété et de contrôle et coût du service d'immédiateté 6/6

		Fourchette réalisée		1/λ	
Modèles					
	R ²	0,678	0,675	0,057	0,058
	R ² ajusté	0,664	0,661	0,016	0,017
	Signification	F(5,117)=49,19 p<0,01	F(5,117)=48,51 p<0,01	F(5,115)=1,38 p>0,1	F(5,115)=1,42 p>0,1
	Données	123	123	121	121
Constante					
		9,956 ***	10,238 ***	4,650 ***	4,575 ***
Echange	Taille de transaction	-0,509 ***	-0,534 ***	-0,085	-0,070
	Fréquence en 10 ⁻³	0,156 ***	0,156 ***	-0,029	-0,033
Risque	Risque total	-25,148 **	-26,096 **	-19,425	-18,663
Prix	Inverse du prix	-5,750 ***	-5,839 ***	-0,949	-0,906
Concentration	Flottant (votes)	-0,598 **		-0,053	
	Flottant (capital)		-0,580 *		-0,170

La prise en compte de la représentativité du conseil n'apporte pas d'information complémentaire, au contraire (tableaux 3.22 et 3.23). Les facteurs déterminants et spécifiques aux entreprises de la liquidité se trouvent donc bien être les structures de l'actionariat et de contrôle.

Tableau 3. 22 – Représentativité du conseil et coût du service d'immédiateté 1/2

		Fourchette effective		Lambda	
Modèles					
	R ²	0,904	0,903	0,901	0,900
	R ² ajusté	0,900	0,899	0,897	0,896
	Signification	F(5,117)=219,54 p<0,01	F(5,117)=217,40 p<0,01	F(5,116)=212,20 p<0,01	F(5,116)=208,89 p<0,01
	Données	123	123	122	122
Constante					
		0,585 ***	9,937 ***	25,576 ***	25,972 ***
Echange	Taille de transaction	0,055 ***	-0,763 ***	-1,784 ***	-1,814 ***
	Fréquence en 10 ⁻³	0,015 ***	0,133 ***	0,220 ***	0,221 ***
Risque	Risque total	5,880 *	10,450 *	-20,818 *	-22,458 **
Prix	Inverse du prix	0,401	0,123	-7,534 ***	-7,678 ***
Représentativité	Conseil (votes)	0,152 ***		0,626 **	
	Conseil (capital)		0,443 ***		0,546 *

Tableau 3. 23 – Représentativité du conseil et coût du service d'immédiateté 2/2

		Fourchette réalisée		1/λ	
Modèles					
	R ²	0,674	0,670	0,058	0,059
	R ² ajusté	0,660	0,656	0,017	0,018
	Signification	F(5,117)=48,38 p<0,01	F(5,117)=47,60 p<0,01	F(5,115)=1,41 p>0,1	F(5,115)=1,45 p>0,1
	Données	123	123	121	121
Constante					
		9,683 ***	10,045 ***	4,419 ***	4,357 ***
Echange	Taille de transaction	-0,536 ***	-0,564 ***	-0,071	-0,066
	Fréquence en 10 ⁻³	0,161 ***	0,163 ***	-0,031	-0,033
Risque	Risque total	-27,604 **	-29,017 **	-19,042	-19,120
Prix	Inverse du prix	-5,531 ***	-5,667 ***	-0,813	-0,756
Représentativité	Conseil (votes)	0,509 *		0,141	
	Conseil (capital)		0,419		0,215

DISTORSION DU CONTRÔLE ET CRAINTE D'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Le surcroît de pouvoir explicatif de la structure des droits de vote nous conduit naturellement à prolonger les tests en direction de la distorsion du contrôle afin de vérifier si les investisseurs perçoivent un risque d'échange à motif informationnel, les actionnaires disposant d'un pouvoir disproportionné étant plus à même de tirer profit de leur information privilégiée par l'échange sans perte de leur rang de contrôle.

Les tableaux 3.24 et 3.25 confirment un impact négatif significatif, plus particulièrement pour la mesure de distorsion initiale du contrôle, sur les mesures de la liquidité, la distorsion augmentant le coût du service d'immédiateté. En revanche, les tests mettent en évidence l'absence de relation avec la composante λ , renforçant l'idée que la place de marché d'Euronext Paris présente un degré de transparence élevé pour l'ensemble des titres cotés, lissant le degré d'asymétrie informationnelle des titres de l'échantillon.

Tableau 3. 24 – Distorsion du contrôle et coût du service d'immédiateté 1/3

Modèles	Fourchette effective		Lambda	
	R ²	0,899	0,910	0,907
R ² ajusté	0,894	0,907	0,903	0,914
Signification	F(5,115)=203,85 p<0,01	F(5,116)=235,92 p<0,01	F(5,113)=220,79 p<0,01	F(5,115)=243,86 p<0,01
Données	121	122	119	121
Constante	10,142 ***	9,289 ***	25,446 ***	23,965 ***
Echange	Taille de transaction	-0,793 ***	-0,744 ***	-1,806 ***
	Fréquence en 10 ⁻³	0,142 ***	0,133 ***	0,233 ***
Risque	Risque total	10,658 *	11,817 **	-22,226 **
Prix	Inverse du prix	-0,026	0,233	-7,479 ***
Distorsion	Distorsion A1/Public	0,159 *	0,405 **	
	Distorsion Initiale		0,482 ***	1,026 ***

Tableau 3. 25 – Distorsion du contrôle et coût du service d'immédiateté 2/3

Modèles	Fourchette réalisée		1/λ	
	R ²	0,680	0,687	0,060
R ² ajusté	0,667	0,674	0,019	0,016
Signification	F(5,115)=48,98 p<0,01	F(5,117)=51,42 p<0,01	F(5,113)=1,45 p>0,1	F(5,115)=1,39 p>0,1
Données	121	123	119	121
Constante	9,537 ***	8,533 ***	4,381 ***	4,522 ***
Echange	Taille de transaction	-0,561 ***	-0,503 ***	-0,075
	Fréquence en 10 ⁻³	0,167 ***	0,153 ***	-0,029
Risque	Risque total	-26,195 **	-23,593 **	-18,903
Prix	Inverse du prix	-5,536 ***	-5,352 ***	-0,856
Distorsion	Distorsion A1/Public	0,378 **	0,095	
	Distorsion Initiale		0,801 ***	0,070

Afin de pouvoir discerner si la distorsion du contrôle ne reflète pas seulement l'influence de la concentration de la propriété, en raison du lien étroit entre les deux variables, nous procédons aux tests en les intégrant simultanément (tableau 3.26). La portée des résultats est moindre et l'importance de la multicollinéarité entre les variables ne permet pas de conclure de manière définitive³²⁰.

³²⁰ Le test avec la composante λ est volontairement écarté en raison de la faible signification des résultats.

Tableau 3. 26 – Distorsion du contrôle et coût du service d'immédiateté 3/3

	Fourchette effective	Lambda	Fourchette réalisée	1/λ
Modèles				
R ²	0,908	0,910	0,694	0,070
R ² ajusté	0,903	0,905	0,678	0,021
Signification	F(6,116)=189,72 p<0,01	F(6,115)=193,63 p<0,01	F(6,116)=43,75 p<0,01	F(6,114)=1,43 p>0,1
Données	123	122	123	121
Constante				
	9,118 ***	23,667 ***	8,021 ***	4,036
Echange	Taille de transaction	-0,720 ***	-1,682 ***	-0,452 ***
	Fréquence en 10 ⁻³	0,126 ***	0,197 ***	0,143 ***
Risque	Risque total	13,750 **	-14,371	-22,017 *
Prix	Inverse du prix	0,045	-7,522 ***	-5,441 ***
Structure de propriété	C5 en capital	0,459 **	0,870 **	0,590
	Distorsion Initiale	0,264	0,602 **	0,605 *

2. L'IMPORTANCE DE L'IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES

L'analyse de la concentration globale et de son impact sur le coût de la liquidité est prolongée en introspectant la concentration des différentes catégories d'actionnaires, à la fois en capital et en droits de vote. Seuls les résultats les plus significatifs sont exposés (tableaux 3.27 à 3.30).

Seules deux catégories d'actionnaires jouent un rôle significatif sur le coût de la liquidité, sur un nombre restreint de mesures toutefois. Ainsi, la participation des personnes physiques augmente significativement (au seuil de 1%) le lambda tandis que la présence d'institutions financières accroît la fourchette effective (au seuil de 5%). L'explication de la première relation réside dans la méthode de construction de l'indicateur lambda : le caractère stable des participations diminue fortement l'offre de titres à l'échange. On ne peut cependant conclure de manière définitive sur les sources de l'accroissement de la fourchette effective relative en présence d'institutions financières. Il ne s'agit pas d'un motif informationnel puisque la composante λ n'est pas affectée, mais l'on peut supposer que les institutions financières sont plus à même d'effectuer des transactions de blocs lorsqu'elles ne possèdent pas le contrôle majoritaire, impliquant une prime supplémentaire de liquidité.

Tableau 3. 27 – Participation des personnes physiques et coût du service d'immédiateté 1/2

		Fourchette effective		Lambda	
Modèles					
	R ²	0,900	0,900	0,911	0,911
	R ² ajusté	0,896	0,895	0,907	0,907
	Signification	F(5,117)=221,16 p<0,01	F(5,117)=209,97 p<0,01	F(5,115)=235,86 p<0,01	F(5,115)=235,87 p<0,01
	Données	123	123	121	121
Constante					
		10,195 ***	10,259 ***	25,401 ***	25,492 ***
Echange	Taille de transaction	-0,781 ***	-0,786 ***	-1,759 ***	-1,766 ***
	Fréquence en 10 ⁻³	0,138 ***	0,137 ***	0,219 ***	0,214 ***
Risque	Risque total	10,761 *	10,411 *	-21,420 **	-22,076 **
Prix	Inverse du prix	-0,166	-0,188	-7,818 ***	-7,876 ***
Type d'actionnaire	Pers. Phys. (votes)	0,237 *		0,703 ***	
	Pers. Phys. (capital)		0,256 *		0,823 ***

Tableau 3. 28 – Participation des personnes physiques et coût du service d'immédiateté 2/2

		Fourchette réalisée		1/λ	
Modèles					
	R ²	0,676	0,675	0,058	0,057
	R ² ajusté	0,662	0,661	0,017	0,016
	Signification	F(5,117)=48,82 p<0,01	F(5,117)=48,62 p<0,01	F(5,115)=1,41 p>0,1	F(5,115)=1,40 p>0,1
	Données	123	123	121	121
Constante					
		9,868 ***	9,958 ***	4,499 ***	4,558 ***
Echange	Taille de transaction	-0,546 ***	-0,553 ***	-0,076	-0,081
	Fréquence en 10 ⁻³	0,161 ***	0,159 ***	-0,030	-0,030
Risque	Risque total	-27,100 **	-27,644 **	-18,957	-19,244
Prix	Inverse du prix	-5,894 ***	-5,932 ***	-0,951	-0,964
Type d'actionnaire	Pers. Phys. (votes)	0,441 *		0,109	
	Pers. Phys. (capital)		0,494 *		0,100

Tableau 3. 29 – Participation des institutions financières et coût du service d'immédiateté 1/2

		Fourchette Effective		Lambda	
Modèles					
	R ²	0,901	0,901	0,898	0,899
	R ² ajusté	0,896	0,897	0,894	0,894
	Signification	F(5,117)=212,31 p<0,01	F(5,117)=213,23 p<0,01	F(5,116)=204,92 p<0,01	F(5,116)=205,51 p<0,01
	Données	123	123	122	122
Constante					
		10,447 ***	10,414 ***	26,674 ***	26,624 ***
Echange	Taille de transaction	-0,801 ***	-0,798 ***	-1,866 ***	-1,862 ***
	Fréquence en 10 ⁻³	0,146 ***	0,146 ***	0,236 ***	0,237 ***
Risque	Risque total	9,348	9,528	-23,950 **	-23,746 **
Prix	Inverse du prix	-0,222	-0,231	-8,105 ***	-8,114 ***
Type d'actionnaire	Inst. Finan. (votes)	0,422 **		0,359	
	Inst. Finan. (capital)		0,484 **		0,455

Tableau 3. 30 – Participation des institutions financières et coût du service d'immédiateté 2/2

		Fourchette réalisée		1/λ	
Modèles					
	R ²	0,669	0,669	0,075	0,079
	R ² ajusté	0,654	0,655	0,035	0,039
	Signification	F(5,117)=47,22 p<0,01	F(5,117)=47,36 p<0,01	F(5,115)=1,87 p>0,1	F(5,115)=1,97 p<0,1
	Données	123	123	121	121
Constante					
		10,528 ***	10,485 ***	4,357 ***	4,279 ***
Echange	Taille de transaction	-0,599 ***	-0,596 ***	-0,064	-0,057
	Fréquence en 10 ⁻³	0,175 ***	0,176 ***	-0,026	-0,024
Risque	Risque total	-30,063 ***	-29,867 ***	-19,016	-18,628
Prix	Inverse du prix	-5,992 ***	-6,002 ***	-0,910	-0,912
Type d'actionnaire	Inst. Finan. (votes)	0,396		0,664	
	Inst. Finan. (capital)		0,478		0,800 *

3. LES FACTEURS D'AMOINDRISSEMENT DE LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ

Enfin, nous testons l'incidence indirecte de la concentration des droits de propriété, de la distorsion du contrôle ainsi que de l'identité des actionnaires sur la surveillance du marché, dont la rotation du flottant sert d'approximation.

Le tableau 3.31 confirme l'influence négative de la concentration du capital (au seuil de 1%) et de la distorsion du contrôle dans une moindre mesure (aux seuils de 5% et 10%) sur la surveillance du marché. En adoptant une approche catégorielle de l'actionnariat, nous montrons que les participations des personnes physiques, des institutions financières et des

salariés diminuent significativement (aux seuils de 1%, 1% et 5% respectivement) la rotation du flottant des firmes (tableau 3.32).

Tableau 3. 31 – L'influence de la structure de propriété sur la surveillance de marché – Analyse globale

		Rotation du flottant	
Modèles			
	R ²	0,395	0,340
	R ² ajusté	0,374	0,317
	Signification	F(4,117)=19,11 p<0,01	F(4,117)=15, p<0,01
	Données	122	122
Constante		0,376 ***	0,354 ***
Risque	Risque total	5,279 ***	4,947 **
Prix	Inverse du prix	0,087	-0,011
Structure de propriété	C5 en capital	-0,296 ***	
	Herfindhal en capital		-0,268 ***
	Distorsion Initiale	-0,100 *	-0,143 **

Tableau 3. 32 – L'influence de la structure de propriété sur la surveillance de marché – Analyse catégorielle

		Rotation du flottant
Modèles		
	R ²	0,448
	R ² ajusté	0,414
	Signification	F(7,114)=13,20 p<0,01
	Données	122
Constante		0,285 ***
Risque	Risque total	5,479 ***
Prix	Inverse du prix	0,167
Type d'actionnaire (participation en capital)	Personnes physiques	-0,390 ***
	Etat	-0,035
	Institutions financières	-0,455 ***
	Salariés	-0,721 **
	Sociétés	-0,207

4. SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DE L'ÉTUDE EMPIRIQUE

Résultat Hypothèse 44 – La performance est pour partie une expression du coût de la liquidité.

Validée

Les résultats des tests confirment que la performance des sociétés intègre pour partie la ponction du coût implicite de la liquidité. Toutefois, l'importance du report est relativement minime, et ne peut être expliquée par le fait que l'impact des coûts de transaction sur le rendement attendu des investisseurs puisse être réparti sur une longue période.

Par conséquent, même si les entreprises les moins liquides de l'échantillon présentent une performance légèrement supérieure, l'intégration du coût de la liquidité reste de faible ampleur.

Résultat Hypothèse 45 – Le coût de la liquidité diffère selon le type de firme.

Validée partiellement

La fourchette effective relative, le λ ainsi que la fourchette réalisée diffèrent effectivement selon le type des firmes, selon la hiérarchie décroissante en coût de la liquidité suivante : firmes familiales, firmes contrôlées par une institution financière, par l'Etat et enfin non contrôlées, en excluant le sous-échantillon des entreprises salariés. En revanche, la composante λ est homogène pour tous les types, indiquant une certaine stabilité de la part informationnelle du coût du service d'immédiateté.

Résultat Hypothèse 46 – Le coût de la liquidité diffère selon l'identité des actionnaires.

Validée partiellement

Deux catégories d'actionnaires augmentent le coût de la liquidité avec l'accroissement de leur participation : les personnes physiques et les institutions financières. Le caractère stable des participations de la première catégorie et l'hypothèse de transactions de taille importante pour la seconde sont les pistes privilégiées envisagées pour expliquer la prime de liquidité supplémentaire. Toutefois, on peut également souligner que la catégorie des personnes physiques exhibent le plus fort degré de concentration, expliquant pour partie au moins les résultats obtenus. Les différences de résultats des tests avec ceux utilisant des mesures de concentration globales nous permettent de déduire toutefois l'existence d'un effet marginal de la participation de certains types d'actionnaires sur le coût du service d'immédiateté.

Résultat Hypothèse 47 – La concentration des droits de propriété impacte négativement la liquidité.

Validée

Résultat Hypothèse 48 – La concentration des droits de vote impacte négativement la liquidité.

Validée

La concentration de l'actionnariat et des droits de contrôle se traduit par une augmentation significative du coût de la liquidité. La concentration du capital aux mains d'un nombre limité d'actionnaires et le verrouillage du contrôle entraînent une diminution de la liquidité des titres des sociétés en raison de deux effets distincts : par un effet quantitatif purement mécanique pour le premier, le flottant diminuant, et un effet désincitatif, la présence d'actions à droits de vote supérieurs diminuant l'attrait des investisseurs extérieurs à prendre part au capital.

Résultat Hypothèse 49 – La distorsion du contrôle impacte négativement la liquidité.

Validée partiellement

Les résultats des tests semblent valider l'hypothèse pour les mesures de la fourchette effective, du lambda et de la fourchette réalisée. Nous soulignons toutefois l'interdépendance forte entre la concentration du capital et la distorsion du contrôle et les problèmes de multicolinéarité existant entre les deux variables lorsqu'elles sont introduites ensemble dans les modèles de test. Par conséquent, les relations mises en évidence entre le coût de la liquidité et la distorsion du contrôle peuvent être simplement le reflet de la concentration du capital. Ainsi, le signal d'expropriation potentielle par l'échange informé des actionnaires disposant d'un contrôle démesuré relativement à leur participation au capital semble au contraire non validé en raison notamment de la constance de la composante λ .

Résultat Hypothèse 50 – La surveillance du marché est amoindrie par la concentration du capital et la distorsion du contrôle.

Validée

Résultat Hypothèse 51 – La surveillance du marché dépend fortement de l'identité des actionnaires de contrôle.

Validée.

Comme attendu, la concentration de la structure de propriété ainsi que la distorsion du contrôle ont un effet négatif sur la surveillance du marché. Au sein des actionnaires, on peut remarquer l'impact particulièrement important des personnes physiques, des institutions financières et des salariés.

5. LE SENS DE L'ARBITRAGE

Enfin, nous achevons notre étude empirique par la détermination de l'impact économique de la concentration sur le coût de liquidité des titres de la société, afin de mettre en rapport les bénéfices et les coûts de la concentration (tableau 3.33).

Nous privilégions comme mesures de la concentration l'indice global C5 ainsi que la participation des personnes physiques en droits de vote puisque ces dernières sont associées à de meilleures performances. Nous effectuons une comparaison inter-échantillons deux à deux, en choisissant comme critères de séparation la médiane pour les deux mesures de concentration, et les premier et troisième quartiles pour la seconde mesure.

A première vue (tableau 3.33), les résultats sont en droite ligne avec ceux des tests précédents et confortent pour la grande majorité des mesures, d'une part la surperformance des entreprises dont le pouvoir est concentré, particulièrement entre les mains des personnes physiques, d'autre part que la concentration accroît le coût de la liquidité (ce constat est renforcé par l'analyse des médianes).

Tableau 3. 33 – L'impact économique de la concentration

	Indice C5 en droits de vote				Classification catégorielle - Participation des personnes physiques											
	Test 1				Test 2				Test 3				Test 4			
	Echantillon concentré		Echantillon dispersé		Echantillon concentré		Echantillon dispersé		Echantillon concentré		< Premier quartile de concentration		> Troisième quartile de concentration		Echantillon dispersé	
	62		61		62		61		92		31		31		92	
	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
Q de Tobin ex ante	1,06	0,86	1,17	0,89	1,29	0,93	0,94	0,81	1,17	0,92	0,94	0,77	1,10	0,92	1,12	0,88
Q de Tobin ex post	1,20	1,07	1,18	0,95	1,39	1,17	0,98	0,86	1,25	1,07	0,99	0,92	1,20	1,18	1,18	0,95
Ratio de Marris ex ante	0,81	0,73	0,92	0,74	0,97	0,83	0,76	0,64	0,89	0,76	0,80	0,51	0,83	0,74	0,88	0,74
Ratio de Marris ex post	0,93	0,81	0,91	0,76	1,05	0,89	0,78	0,71	0,95	0,83	0,83	0,71	0,93	0,87	0,91	0,76
Mesure de Sharpe	14,71	10,93	7,52	2,93	12,98	8,97	9,28	4,84	11,33	6,54	10,60	6,21	16,01	9,29	9,50	4,90
Alpha de Jensen (en %)	26,10%	18,75%	6,16%	0,45%	23,42%	12,53%	8,88%	0,85%	18,30%	7,08%	10,01%	2,17%	31,98%	18,52%	10,90%	1,27%
Rentabilité des fonds propres en valeur de marché	4,55%	4,90%	1,60%	4,64%	4,61%	5,01%	1,54%	4,55%	2,16%	4,90%	5,82%	4,70%	4,42%	4,95%	2,64%	4,80%
Rentabilité des fonds propres en valeur comptable	8,78%	9,58%	-6,00%	9,83%	9,79%	11,66%	-7,03%	8,29%	-0,83%	10,18%	8,22%	6,60%	8,18%	9,49%	-0,81%	9,75%
Taux de rentabilité économique en valeur de marché	9,17%	9,48%	8,83%	8,79%	8,84%	8,57%	9,17%	8,93%	8,69%	8,68%	9,92%	9,89%	8,99%	8,63%	9,00%	8,85%
Taux de rentabilité économique en valeur comptable	14,26%	14,64%	13,48%	13,02%	15,51%	15,50%	12,21%	12,69%	14,34%	13,95%	12,50%	13,02%	14,25%	15,51%	13,75%	13,02%
Rotation du flottant ex ante	0,82	0,55	1,61	1,39	0,85	0,65	1,57	1,29	1,07	0,86	1,63	1,29	0,64	0,60	1,40	1,20
Rotation du flottant ex post	0,91	0,62	1,96	1,42	0,89	0,67	1,97	1,33	1,31	0,94	1,77	1,25	0,79	0,64	1,64	1,06
Fourchette effective relative pondérée par les capitaux	1,07%	0,84%	0,26%	0,13%	1,01%	0,79%	0,32%	0,17%	0,78%	0,44%	0,35%	0,11%	1,43%	1,10%	0,41%	0,28%
Lambda de Kyle en capitaux pondéré par le temps (10 ⁻⁶)	85,71	44,47	9,17	1,73	76,12	30,46	18,93	1,94	55,47	17,92	24,85	1,73	120,00	70,62	23,41	5,14
Fourchette réalisée	0,25	0,21	0,08	0,04	0,22	0,18	0,10	0,05	0,18	0,13	0,12	0,06	0,27	0,28	0,12	0,07
Composante λ	30,54%	29,28%	31,36%	31,59%	31,18%	29,80%	30,72%	30,88%	31,13%	30,50%	30,40%	29,41%	32,48%	30,33%	30,43%	30,03%

L'approfondissement de la signification des différences de performance et de liquidité apporte un éclairage beaucoup plus tranché (*confer* Annexe 4).

La concentration du contrôle et plus particulièrement de la participation des groupes familiaux se traduit par une superperformance significative pour la majorité des tests mais uniquement pour la mesure de l'alpha de Jensen, les différences de performance entre sous-échantillons étant peu voire non significatives pour les autres mesures. Ce résultat peut s'expliquer par l'absence de prise en compte du risque pour les mesures comptables de rentabilité économique ou financière. Dès lors, l'absence de signification (si l'on excepte le test de Mann-Whitney avec classement en fonction de l'indice C5 en droits de vote) pour la mesure de Sharpe signifierait que seul le risque systématique soit important.

En revanche, les différences de liquidité sont dans leur quasi-totalité hautement significatives, que ce soit pour les mesures de la rotation du flottant, de la fourchette effective, du lambda de Kyle ou de la fourchette réalisée, à l'exception de la composante λ .

En synthèse, la concentration du contrôle et la présence de groupes familiaux se traduisent par un accroissement significatif de la performance mesurée par l'alpha de Jensen, mais fait supporter un coût de liquidité non négligeable.

Bien que la mesure de l'alpha de Jensen ne permette pas une comparaison directe entre les sous-échantillons (en raison des différences de risques systématiques), les écarts sont tels que la concentration présente un bénéfice en terme de performance bien plus important que le coût relatif en terme de liquidité : en moyenne, les échantillons concentrés présentent une superperformance relativement à l'espérance de rendement attendue par le modèle du MEDAF d'au minimum 8,29%, jusqu'à 21,08% au maximum (les écarts en terme de coût de la liquidité étant respectivement de 0,43% et 1,02%).

CONCLUSION DU CHAPITRE 8 : LE COÛT DE LIQUIDITÉ DE LA CONCENTRATION

La synthèse des résultats du lien entre la structure de propriété et la liquidité fait état sans conteste du coût de liquidité de la concentration (tableau 3.33).

Tableau 3. 34 – Synthèse des résultats – Structure de propriété et liquidité

	N°	Hypothèses	Résultat
Structure de propriété et liquidité	44	La performance est pour partie une expression du coût de la liquidité	Validée
	45	Le coût de la liquidité diffère selon le type de firme	Validée partiellement
	46	Le coût de la liquidité diffère selon l'identité des actionnaires	Validée partiellement
	47	La concentration des droits de propriété impacte négativement la liquidité	Validée
	48	La concentration des droits de vote impacte négativement la liquidité	Validée
	49	La distorsion du contrôle impacte négativement la liquidité	Validée partiellement
	50	La surveillance du marché est amoindrie par la concentration du capital et la distorsion du contrôle	Validée
	51	La surveillance du marché dépend fortement de l'identité des actionnaires de contrôle	Validée

La concentration de la propriété est l'un des facteurs déterminant du coût de la liquidité par un pur effet mécanique d'amointrissement du volume d'échange potentiel et réalisé. De plus, cela entraîne un effet indirect d'amointrissement de l'efficience informationnelle du marché ou encore de sa fonction de surveillance. Enfin, les analyses de l'identité des actionnaires de contrôle et en termes de droits de vote concluent à un effet secondaire.

Sur le plan économique, si l'on prend en compte comme mesure de performance l'alpha de Jensen, bien que synonyme d'accroissement de la liquidité, l'arbitrage est largement favorable à la concentration du contrôle, *a fortiori* sur un horizon d'investissement court terme au minimum (période d'une année). Ce constat doit toutefois être nuancé en raison de l'absence de signification marquée pour les autres mesures de performance, et de la période d'étude relativement courte pour pouvoir inférer des résultats robustes. En revanche, le coût de liquidité de la concentration est clairement démontré.

CONCLUSION DE LA TROISIÈME PARTIE : UN ARBITRAGE EFFECTIF ENTRE LES COÛTS DE CONTRÔLE ET CEUX DE LA LIQUIDITÉ

L'approfondissement de la liquidité et des liens croisés entre mécanismes de gouvernance constitue ainsi une voie de recherche encourageante pour la compréhension des dispositifs de contrôle des dirigeants par les actionnaires. L'analyse conduite sur l'influence de la structure de propriété à la fois sur le coût de la liquidité mais également sur la surveillance du marché permet de dégager deux résultats essentiels. D'une part, la présence d'actionnaires de contrôle implique un coût de liquidité supplémentaire aux coûts d'expropriation usuellement mis en avant. D'autre part, on peut s'interroger sur les relations existant entre les deux types de mécanismes de gouvernance que constitue le contrôle des grands actionnaires et des marchés financiers.

1. LA MISE EN ÉVIDENCE DU COÛT DE LIQUIDITÉ DE LA CONCENTRATION

Traditionnellement, la présence d'actionnaires importants au capital des firmes induit un effet bénéfique de contrôle et d'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, ce service n'étant pas gratuit. Ainsi, le coût du contrôle se traduit-il par une menace d'expropriation des actionnaires minoritaires, ou de *hold-up* de la rente managériale, voire d'un potentiel enracinement ou de collusion avec les dirigeants. Notre étude met en évidence un coût supplémentaire d'autant plus important qu'il est implicite et ne peut être couvert : le coût de liquidité. En raison de la diminution du volume d'échange réalisable, mais également de la nature de l'échange eu égard à l'identité des actionnaires de contrôle, ou encore de mécanismes démultiplicateurs du pouvoir, la structure de propriété d'une société influence le degré d'illiquidité de ses titres. Sa concentration induit notamment un double effet. Il s'ensuit d'une part un coût transactionnel plus important pour les investisseurs, supporté *in fine* par la firme. D'autre part, l'efficacité du mécanisme de gouvernance de marché est amoindrie lorsqu'elle est appréciée par la rotation du flottant. Enfin, l'identité des actionnaires mais également la distorsion du contrôle ont un impact à la marge sur le coût du service d'immédiateté.

2. LE LIEN DE CAUSALITÉ ENTRE STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LIQUIDITÉ

« [...] deviation between ultimate control and ultimate ownership positively and economically influences the bid-ask spread, and vice versa. », Attig, Gadhoun et Lang [2003], page 21.

Le modèle de Maug [1998] ainsi que le lien étroit entre la concentration du capital et la liquidité nous portent à prolonger l'analyse du sens de causalité entre les deux variables.

Attig, Gadhoun et Lang [2003] mettent en évidence sur le marché canadien que les actionnaires de contrôle recherchent également les actions les moins liquides, principalement pour éviter la surveillance des investisseurs externes. Les auteurs confortent en partie l'analyse de Maug [1998] sur l'endogénéité de la liquidité et de la présence d'un actionnaire contrôlant, en termes de droits de vote plutôt qu'en termes de droits de propriété.

Au contraire, Naes [2004] ne parvient pas à mettre en évidence de relation causale par un test de Granger entre la concentration de la propriété (les cinq premiers actionnaires) et la fourchette, suggérant que ces variables puissent être déterminées de manière conjointe, voire par les mêmes variables.

L'analyse de Chang et Yu [2003] complète ce constat empirique par la modélisation de l'efficacité informationnelle et du coût de la liquidité comme déterminants importants de la structure de capital d'une société : il existe un levier d'endettement optimal déterminé de manière à minimiser le coût de la prime de liquidité tout en maximisant le contenu informationnel des prix des titres. Nous n'avons pas la prétention d'en tirer une conclusion d'influence directe de la liquidité sur la structure actionnariale, mais les travaux de Chang et Yu [2003] posent les bases théoriques d'un raisonnement en terme de causalité inversée³²¹ et des voies de recherche futures complémentaires à l'analyse du lien entre structure de propriété et liquidité. Pour exemple, Lskavyan et Spatareanu [2005] posent la question de la substituabilité entre les deux mécanismes de gouvernance de la concentration du capital et de la surveillance du marché, les deux ayant pour logique l'amélioration de la performance de la firme, soit par le contrôle direct d'un grand actionnaire, soit par l'intermédiaire d'une prise de contrôle lancée contre une firme sous-performante. S'appuyant sur une étude empirique opposant des sociétés de nationalités tchèque et polonaise, pays à jeunes marchés financiers,

³²¹ Au même titre que Maug [1998] mais de manière plus explicite. En effet, nous pouvons considérer que l'impact positif de la liquidité du titre d'une société sur l'activité de contrôle d'un grand actionnaire relève d'une même causalité inversée : l'actionnaire de contrôle préfère investir dans les firmes les plus liquides. La liquidité détermine ainsi pour partie la concentration de la structure de propriété.

étroits et à faible degré de liquidité (par conséquent avec une activité de surveillance moindre du marché), à des sociétés britanniques, évoluant au sein d'un système financier fortement développé (les coûts des prises de contrôle et de remplacement de l'équipe dirigeante peu performante étant plus faibles), les auteurs mettent en évidence que la concentration du capital dans la performance de la firme est aussi importante dans les deux échantillons. Ils en concluent que les deux mécanismes ne sont pas substituables, mais plutôt complémentaires, et que le contrôle physique traduit par la concentration du capital est un mécanisme de gouvernance essentiel, quel que soit le niveau de surveillance des marchés financiers.

Sans présupposer leur substituabilité ou leur complémentarité, on peut en conclure que l'analyse des différents mécanismes de gouvernement se doit de prendre en compte leurs interactions afin d'être en mesure d'en déterminer les contradictions et limites dans l'atteinte d'un système de gouvernance efficace³²².

³²² On peut citer les travaux de John et Kedia [2003] qui déduisent l'optimalité de trois systèmes combinatoires, endogènes au développement des institutions financières et des marchés financiers : (1) les structures de gouvernance d'alignement des intérêts des actionnaires (concentration de l'actionnariat sans rôle actif de la dette ni du marché du contrôle), (2) les structures de gouvernance de pré-engagement (concentration de l'actionnariat et rôle actif de la dette) et (3) les structures de gouvernement interventionnistes (rôle primordial du marché du contrôle avec une structure de propriété des sociétés diffuse et l'absence d'un rôle actif de la dette).