TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE 9

INTRODUCTION GÉNÉRALE : UNE APPRÉHENSION GLOBALE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE 13

PREMIÈRE PARTIE : UNE APPROCHE MULTIDIMENSIONNELLE DE LA NOTION DE LIQUIDITÉ 21

INTRODUCTION À LA PREMIERE PARTIE 21

CHAPITRE 1 – L'ÉCLAIRAGE DE LA LITTÉRATURE SUR LE CONCEPT DE LIQUIDITÉ 23

INTRODUCTION AU CHAPITRE 1 23

SECTION 1. UN CONCEPT PLURIEL 23
1. UNE DÉFINITION DE LA LIQUIDITÉ 23
2. L'EXISTENCE DE LA FOURCHETTE DE COTATION 26
3. UNE TYPOLOGIE COMPORTEMENTALE DES INVESTISSEURS 28

SECTION 2. LE COÛT DE LA LIQUIDITÉ 32
1. LA DEMANDE DE LIQUIDITÉ 33
1.1 L'HYPOTHÈSE SIMPLIFICATRICE DE DEMANDE EXOGÈNE 33
1.2 LA CONCURRENCE DES ORDRES À COURS LIMITÉ 33
2. L'OFFRE DE LIQUIDITÉ 36
2.1 LA COMPOSANTE COÛTS D'EXÉCUTION DE LA FOURCHETTE 37
2.2 LE PARADIGME DE LA POSITION D'INVENTAIRE 37
A. LE COÛT DE LA SOUS DIVERSIFICATION 38
B. LES DÉTERMINANTS DE LA FOURCHETTE 40
2.3 LE PARADIGME DE L'ASYMÉTRIE INFORMATIONNELLE 46
A. LE COÛT DE SÉLECTION ADVERSE 46
B. L'ABSENCE D'ÉQUILIBRE 48
C. LA PRÉSENCE NÉCESSAIRE DE BRUIT 48
D. LE COMPORTEMENT STRATÉGIQUE DES AGENTS 50
E. LE MODÈLE DE KYLE [1985] 52
F. LES DÉTERMINANTS DE LA FOURCHETTE 56
2.4 UNE SYNTHÈSE DES COMPOSANTES DE LA FOURCHETTE 59
2.5 LES THÉORIES DE LA PROFONDEUR 62
2.6 LES COÛTS DE RECHERCHE ET DE PARTICIPATION 63
A. LA RECHERCHE COÛTEUSE DE L'INFORMATION 63
B. L'ACQUISITION DE CONNAISSANCES SPÉCIFIQUES 64

SECTION 3. L'ÉCLAIRAGE DES ÉTUDES EMPIRIQUES SUR LES FACTEURS NON SPÉCIFIQUES DE LA LIQUIDITÉ 68
1. MÉCANISMES DE MARCHÉ ET DE DÉCOUVERTE DES PRIX 68
2. MARCHÉS GOUVERNÉS PAR LES PRIX ET MARCHÉS GOUVERNÉS PAR LES ORDRES 69
3. SYSTÈMES SÉQUENTIELS ET SYSTÈMES CONTINUS 72
4. TRANSPARENCE ET ANONYMAT 73
5. FRAGMENTATION OU INTÉGRATION DES MARCHÉS FINANCIERS 77
6. L'AUTOMATISATION DES ÉCHANGES 78
7. LA CONTROVERSE DU PAS DE COTATION 80
8. L'ÉTUDE DE LA LIQUIDITÉ AUTOUR D'ÉVÉNEMENTS AFFECTANT LES CARACTÉRISTIQUES DE L'ÉCHANGE 81
LES DIVISIONS DE NOMINAL 81

LES AUTRES ÉVÉNEMENTS 83
9. L'ANALYSE INTRA-QUOTIDIENNE DE LA LIQUIDITÉ 84
10. MARCHÉS D'OPTIONS ET LIQUIDITÉ DU SOUS-JACENT 86
11. LES FACTEURS COMMUNS DE LA LIQUIDITÉ 87

CONCLUSION DU CHAPITRE 1 : CADRE CONCEPTUEL ET HYPOTHÈSES D'ÉTUDE DE LA LIQUIDITÉ 88

CHAPITRE 2 – LES MESURES EMPIRIQUES : UNE APPRÉCIATION DIFFICILE DU CARACTÈRE MULTIDIMENSIONNEL DE LA LIQUIDITÉ 93

INTRODUCTION AU CHAPITRE 2 93

SECTION 1. L'APPRÉCIATION DESCRIPTIVE DES CRITÈRES DIMENSIONNELS DE LA LIQUIDITÉ 94
1. LES MESURES UNIDIMENSIONNELLES DE LA LIQUIDITÉ 94
LES MESURES DE LA LIQUIDITÉ EN TERMES DE VOLUME D'ÉCHANGE RÉALISÉ OU DISPONIBLE 94
LES MESURES TEMPORELLES DE LA LIQUIDITÉ 96
LES MESURES EN TERMES DE COÛT DE LA LIQUIDITÉ 97
LES MESURES EN TERMES DE RÉSILIENCE 100
2. LES MESURES MULTIDIMENSIONNELLES DE LA LIQUIDITÉ 102
LES MESURES COMBINANT LES DIMENSIONS COÛT ET PROFONDEUR DE LA LIQUIDITÉ 102
LES MESURES COMBINANT LES COMPOSANTES PROFONDEUR ET RÉSILIENCE DE LA LIQUIDITÉ 105
3. LES MESURES DE LA LIQUIDITÉ CACHÉE 111
4. UNE APPROCHE SYNTHÉTIQUE : TEMPORALITÉ ET CARACTÈRE DES MESURES DE LIQUIDITÉ 111

SECTION 2. LES MODÈLES ANALYTIQUES DE DÉCOMPOSITION DE LA FOURCHETTE 112
1. LES MÉTHODES D'ESTIMATION 113
2. LE MODÈLE DE HUANG ET STOLL [1997] 116
LE MODÈLE À TROIS FACTEURS 116
LE MODÈLE À DEUX FACTEURS 118

SECTION 3. L'IMPORTANCE DES COÛTS DE TRANSACTION POUR LA FIRME 119
1. LA PONCTION DES COÛTS DE TRANSACTION SUR LE COÛT DU CAPITAL 119
2. LES MOYENS D'ACCROÎSSEMENT DE LA LIQUIDITÉ DES TITRES 122

CONCLUSION DU CHAPITRE 2 : CHOIX MÉTHODOLOGIQUES DE CONSTRUCTION DES MESURES EMPIRIQUES DE LA LIQUIDITÉ 123

CHAPITRE 3 – L'ANALYSE DE LA LIQUIDITÉ D'EURONEXT PARIS 125

INTRODUCTION AU CHAPITRE 3 125

SECTION 1. LA MICROSTRUCTURE D'EURONEXT PARIS 125
1. LES RÈGLES DE COTATION 125
2. LES ORDRES AUTORISÉS ET LEURS CONDITIONS D'EXÉCUTION 128
3. UN BREF PANORAMA DE LA PLACE DE MARCHÉ EURONEXT PARIS 130

SECTION 2. LES MESURES EMPIRIQUES DE LA LIQUIDITÉ D'EURONEXT PARIS 133
1. DESCRIPTION DES DONNÉES DE L'ÉCHANTILLON 134
2. LES MESURES DE LA LIQUIDITÉ 136
LES MESURES UNIDIMENSIONNELLES DE LA LIQUIDITÉ D'EURONEXT PARIS 136
A. LE VOLUME D'ÉCHANGE RÉALISÉ 136
B. LA PROFONDEUR DU MARCHÉ 139
C. LES MESURES TEMPORELLES 141
D. LA RÉSILIENCE DU MARCHÉ 142
E. LE COÛT DE L'IMMÉDIATETÉ 144
LES MESURES MULTIDIMENSIONNELLES DE LA LIQUIDITÉ D'EURONEXT PARIS 149
LA DÉTERMINATION DES COMPOSANTES DE LA FOURCHETTE RÉALISÉE 156
A. LA PROCÉDURE D'ESTIMATION 156
B. L'ANALYSE DESCRIPTIVE DE LA FOURCHETTE RÉALISÉE 158
LES DÉTERMINANTS USUELS DE LA LIQUIDITÉ 163

A. LA SINGULARITÉ DES MARCHÉS GOUVERNÉS PAR LES ORDRES : UNE APPROCHE DE LA CONTINUITÉ DES TRANSACTIONS 163
B. L'INCIDENCE DU VOLUME D'ÉCHANGE ET DE LA TAILLE DES FIRMES 165
C. LA TAILLE DE TRANSACTION COMME STRATÉGIE DE DISSIMULATION DE L'ÉCHANGE INFORMÉ 169
D. L'APPROCHE DE MERTON [1987] : COÛTS DE PARTICIPATION ET BASE ACTIONNARIALE 171
E. L'INTERDÉPENDANCE DES MESURES DE LA LIQUIDITÉ 172
F. UNE SYNTHÈSE DES DÉTERMINANTS PRINCIPAUX DE LA LIQUIDITÉ 173
ASYMÉTRIE INFORMATIONNELLE ET COMPOSANTE Λ 178

SECTION 3 : COMMENTAIRES ET PISTES DE RÉFLEXION 184

CONCLUSION DU CHAPITRE 3 : UN MARCHÉ FORTEMENT LIQUIDE 187

CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE : CARACTÉRISTIQUES DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LIQUIDITÉ DES TITRES 189

DEUXIÈME PARTIE : L'INFLUENCE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SUR LA PERFORMANCE DES SOCIÉTÉS 193

INTRODUCTION À LA DEUXIÈME PARTIE 193

CHAPITRE 4 – LE CADRE THÉORIQUE D'ANALYSE DE LA FIRME ET SES LIENS IRRÉDUCTIBLES AVEC L'APPRÉHENSION DES MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT 197

INTRODUCTION AU CHAPITRE 4 197

SECTION 1 – LA PRÉGNANCE DES THÉORIES CONTRACTUELLES 197
1. LES THÉORIES MANAGÉRIALES DE LA FIRME : DE L'IMPORTANCE DU POUVOIR DISCRÉTIONNAIRE DES DIRIGEANTS 198
2. LES THÉORIES CONTRACTUELLES DE LA FIRME : DE L'IMPORTANCE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE 200
LA THÉORIE DES COÛTS DE TRANSACTION 201
A. LA MINIMISATION DU COÛT DES CONTRATS EXPLICITES 201
B. LA MINIMISATION DU COÛT DES CONTRATS IMPLICITES 203
LA THÉORIE DES DROITS DE PROPRIÉTÉ 204
LA THÉORIE DE L'AGENCE 206
3. L'ALTERNATIVE DES APPROCHES COGNITIVES DE LA FIRME 208
LA VALEUR PARTENARIALE : PROLONGEMENT NATUREL DE LA THÉORIE POSITIVE DE L'AGENCE 208
LA THÉORIE DE L'INTENDANCE : L'AVÈNEMENT DU DIRIGEANT HUMANISTE 210
UN CHANGEMENT DE PARADIGME RADICAL : LES THÉORIES COGNITIVES 212
4. PROPOSITION D'UNE SYNTHÈSE COMPARATIVE DES THÉORIES DE LA FIRME 215
LES ÉCLAIRAGES COMPLÉMENTAIRES D'UN CHAMP D'ANALYSE COMPLEXE 215
L'INTERPRÉTATION DES DIFFÉRENTES APPROCHES A LA LUMIÈRE DE LA THÉORIE DES JEUX 215

SECTION 2 – LE CHOIX DU CADRE THÉORIQUE DE L'ÉTUDE 216
1. UNE TYPOLOGIE DES MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES 216
LA GRILLE ÉLARGIE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE SELON CHARREAUX 217
LES NIVEAUX ORGANISATIONNEL ET INSTITUTIONNEL DES MÉCANISMES DE GOUVERNEMENT 219
2. LES CRITÈRES DE MAXIMISATION DE LA VALEUR 221
3. LA DÉLIMITATION DE NOTRE CHAMP D'ANALYSE 224

SECTION 3 – PROLÉGOMÈNES SUR LES DÉTERMINANTS USUELS DE LA PERFORMANCE 225
1. L'IMPACT ANTAGONIQUE DE LA TAILLE 226
2. L'ENVIRONNEMENT CONCURRENTIEL : SECTEUR D'ACTIVITÉ ET POUVOIR DE MARCHÉ 228
3. LES POTENTIELS INTERNES ET EXTERNES DE CROISSANCE 229
4. LA STRATÉGIE DE LA FIRME, VECTEUR DE PERFORMANCE 230
L'INTÉGRATION VERTICALE 230
LA STRATÉGIE DE DIVERSIFICATION 231

LES DÉPENSES EN R&D ET LA PUBLICITÉ 232
LA GESTION DE LA QUALITÉ 232
5. LE RISQUE 233

CONCLUSION DU CHAPITRE 4 : CHOIX DU CADRE THÉORIQUE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET SPÉCIFICATION DES VARIABLES DE CONTRÔLE 233

CHAPITRE 5 – MÉCANISMES DE GOUVERNANCE INTERNES ET PERFORMANCE DE LA FIRME 237

INTRODUCTION AU CHAPITRE 5 237

SECTION 1 – LE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ : LA NOTION DE POUVOIR ET LE RÔLE CENTRAL DU DROIT DE VOTE 238
1. DÉFINITIONS ET MESURES DU CONTRÔLE 238
L'IDENTIFICATION TEMPORELLE, GÉOGRAPHIQUE ET EFFECTIVE DU CONTRÔLE AU SEIN DES ORGANISATIONS 239
MESURES SIMPLES DU DEGRÉ DE CONTRÔLE 241
UNE TYPOLOGIE DES FIRMES EN FONCTION DE LEUR MODE DE CONTRÔLE 245
A. L'APPROCHE ORGANISATIONNELLE DE LA FIRME : UNE STRUCTURE INTERNE INFORMATIONNELLE ET DE CONTRÔLE 245
B. L'APPROCHE TRADITIONNELLE DU CONTRÔLE : PARTICIPATION ET IMPLICATION DES ACTIONNAIRES 247
2. LE RÔLE CENTRAL DU DROIT DE VOTE ET LA VALORISATION DES DROITS DE CONTRÔLE 251
LA VALORISATION THÉORIQUE DES ACTIONS À DROITS DE VOTE DIFFÉRENCIÉS 252
L'OPTIMALITÉ DE LA RÈGLE UNE ACTION-UN DROIT DE VOTE : LE MODÈLE DE GROSSMAN ET HART [1988] 252
L'OPTIMALITÉ DU SEUIL DE MAJORITÉ SIMPLE : LE MODÈLE DE HARRIS ET RAVIV [1988] 257
LA STRUCTURE DU POUVOIR COMME DÉTERMINANT DE LA VALEUR DES DROITS PÉCUNIAIRES : LE MODÈLE DE ZINGALES [1995] 260
L'ÉTUDE DE LA RATIONALITÉ DES ANCIENS ACTIONNAIRES LORS DE L'ÉMISSION DE CLASSES D'ACTIONS DIFFÉRENCIÉES : LE MODÈLE DE RUBACK [1988] 263
LA DÉTERMINATION EMPIRIQUE DE LA PRIME DE CONTRÔLE 267
A. LES ÉCARTS DE PRIX ENTRE CLASSES D'ACTIONS À DROITS RÉSIDUELS DE CONTRÔLE ET PÉCUNIAIRES DIFFÉRENCIÉS 268
LA MODÉLISATION DE HUSSON, JACQUILLAT ET SCHINTOWSKI [1987] 268
LES ÉTUDES EMPIRIQUES SUR LE SUJET 269
B. LA PRIME DE CONTRÔLE ASSOCIÉE AUX TRANSACTIONS DE BLOCS DE TITRES 271
LES MÉCANISMES DÉMULTIPLICATEURS DU CONTRÔLE : L'INFLUENCE NÉGATIVE DE LA SÉPARATION ENTRE PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE 272
3. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS DE CONTRÔLE POUR NOTRE ÉTUDE 274

SECTION 2 – L'INCIDENCE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ SUR LA PERFORMANCE DES SOCIÉTÉS 275
1. L'INFLUENCE DE LA CONCENTRATION DU CAPITAL SUR LE CONTRÔLE DES FIRMES 276
LES BÉNÉFICES DU CONTRÔLE DES GRANDS ACTIONNAIRES : LE MODÈLE DE SHLEIFER ET VISHNY [1986] 276
A. L'INTUITION DU MODÈLE 277
B. PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES 279
LES COÛTS DU CONTRÔLE DES GRANDS ACTIONNAIRES 282
A. L'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES : BÉNÉFICES PRIVÉS ET VALEUR DU CONTRÔLE 283
B. L'INEFFICIENCE DU CONTRÔLE DES ACTIONNAIRES : LES COÛTS D'INCITATION DU DIRIGEANT 294
L'IMPERFECTION DU MARCHÉ DES DIRIGEANTS : LE MODÈLE DE CRÉMER [1995] 294
LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ COMME MÉCANISME D'INCITATION À L'INITIATIVE DU DIRIGEANT: LE MODÈLE DE BURKART, GROMB ET PANUNZI [1997] 296
LA RELATION NON LINÉAIRE ENTRE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT ET LA PERFORMANCE : UN ARBITRAGE ENTRE BÉNÉFICES ET COÛTS DU CONTRÔLE 298
LE MODÈLE DE STULZ [1988] : L'EXISTENCE D'UN SEUIL OPTIMAL DE CONCENTRATION DU CAPITAL 298
L'AMBIGUÏTÉ DE L'INFLUENCE DE LA CONCENTRATION DU CAPITAL SUR LA VALEUR DE LA FIRME . 300
L'ACTIVISME HÉTÉROGÈNE DES ACTIONNAIRES DANS L'EXERCICE DU CONTRÔLE 302

2. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS DE CONCENTRATION POUR NOTRE ÉTUDE 303
3. IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES ET NATURE DU CONTRÔLE 305
L'AVANTAGE INFORMATIONNEL DES INITIÉS 305
LA POURSUITE D'INTÉRÊTS DYNASTIQUES DES GROUPES FAMILIAUX 306
A. THÉORIE DE L'AGENCE VERSUS THÉORIE COMPORTEMENTALE 306
B. L'INFLUENCE DE LA PARTICIPATION DES GROUPES FAMILIAUX SUR LA VALEUR DE LA FIRME. 309
LES RÔLES ACTIFS DE LA DETTE ET DE LA PARTICIPATION DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS AU CAPITAL DES SOCIÉTÉS 311
A. LA FRONTIÈRE TÉNUE ENTRE ÉTABLISSEMENTS BANCAIRES ET INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS 311
B. L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE SUR LA VALEUR DE LA FIRME 313
C. LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS COMME PRODUCTEURS D'INFORMATION 323
D. L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS FACE AUX PRESSIONS DES DIRIGEANTS 326
E. LES OBSTACLES À L'ACTIVISME DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS 327
F. LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS, VECTEURS D'INTERNATIONALISATION DE L'ACTIONNARIAT 328
L'ACTIONNARIAT SALARIÉ : SYSTÈME D'INCITATION À LA PERFORMANCE ET MÉCANISME DE GOUVERNANCE 328
A. LA RÉMUNÉRATION : UN SYSTÈME D'INCITATION COMPLEXE MULTIDIMENSIONNEL 328
B. LA PLACE DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ DANS LE SYSTÈME DE GOUVERNANCE 331
L'ÉVOLUTION CONJOINTE DU CADRE RÉGLEMENTAIRE ET DE L'ENCOURS DE L'ÉPARGNE SALARIALE EN FRANCE 331
LES DÉTERMINANTS DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ 333
L'INSTRUMENTALISATION DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ 336
LA PARTICIPATION DE L'ETAT 338
4. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS SUR L'IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES DE CONTRÔLE 338

SECTION 3 – LE CONSEIL D'ADMINISTRATION : ORGANE DE GESTION ET DE DISCIPLINE DES DIRIGEANTS 342
1. RÔLES ET FONCTIONS DES CONSEILS D'ADMINISTRATION 343
2. UNE TYPOLOGIE DES FORMES ORGANISATIONNELLES EFFICIENTES DES CONSEILS D'ADMINISTRATION 345
STRUCTURE DUALE VERSUS STRUCTURE INDÉPENDANTE 345
UNE TAXINOMIE DES CONSEILS D'ADMINISTRATION FONCTION DES TYPES DE CONTRÔLE 346
LA CONTROVERSE SUR LA NÉCESSITÉ DE L'INDÉPENDANCE EFFECTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 347
TAILLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET VISION PLURALISTE DE LA GESTION DES CONFLITS 350
3. LES OBSTACLES AU CONTRÔLE EFFICACE DES DIRIGEANTS PAR LES ADMINISTRATEURS 351
LA THÉORIE DE L'ENRACINEMENT : LE DIRIGEANT AU CENTRE DES DÉBATS THÉORIQUES 351
A. LES STRATÉGIES D'ENRACINEMENT : L'ÉTABLISSEMENT D'UN CONTRE-POUVOIR INFORMEL DU DIRIGEANT SUR LES MÉCANISMES DE CONTRÔLE INTERNES 353
B. LE RÉSEAU D'ADMINISTRATEURS : LA CLÉ DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ? 356
UNE INDÉPENDANCE TOUTE RELATIVE DES ADMINISTRATEURS 358
4. L'INFLUENCE DE LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR LA VALEUR DES SOCIÉTÉS 360
5. SYNTHÈSE DES CONSIDÉRATIONS SUR LA COMPOSITION ET LES CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 361

CONCLUSION DU CHAPITRE 5 : LES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE INTERNES AU CENTRE DU DÉBAT 363

CHAPITRE 6 – L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ SUR LA PERFORMANCE D'UN ÉCHANTILLON DE SOCIÉTÉS COTÉES SUR EURONEXT PARIS 365

INTRODUCTION AU CHAPITRE 6 365

SECTION 1. PRÉSENTATION DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ DE L'ÉCHANTILLON 365
1. MÉTHODOLOGIE DE LA MESURE EMPIRIQUE DE LA CONCENTRATION DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ 366
LES INDICES DE DISPERSION (CONCENTRATION) DU CAPITAL 366
LES INDICATEURS RETENUS POUR L'ÉTUDE 370
2. MÉTHODOLOGIE DU CLASSEMENT DES ENTREPRISES PAR TYPE 371
LES VARIABLES DE CONTRÔLE 372

SECTION 2. LA PERFORMANCE DES SOCIÉTÉS DE L'ÉCHANTILLON 376
1. LES MESURES DE PERFORMANCE CONSIDÉRÉES 376
MÉTHODOLOGIE DE CALCUL 376
VARIABLES SECTORIELLES : LE FACTEUR MÉSOÉCONOMIQUE DE LA PERFORMANCE 377
3. L'ANALYSE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ 380
LA PERFORMANCE FINANCIÈRE ET ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES : UNE APPROCHE TYPOLOGIQUE 380
LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ ET DU CONTRÔLE 385
PERFORMANCE ET CONCENTRATION 387
LA NON LINÉARITÉ DE LA RELATION CONCENTRATION/ PERFORMANCE : LE TEST DE MORCK, SHLEIFER ET VISHNY [1988] 396
LE DEGRÉ DE SÉPARATION ENTRE LA PROPRIÉTÉ ET LE CONTRÔLE DE L'ENTREPRISE 399
LE DEGRÉ DE SÉPARATION ENTRE LA PROPRIÉTÉ ET LA DÉCISION : L'INTENSITÉ DU CONTRÔLE DU CONSEIL 408
STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET REPRÉSENTATION DU CONTRÔLE 411
L'IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES : UNE ÉTUDE CATÉGORIELLE 417

SECTION 3. COMMENTAIRES ET PISTES DE RÉFLEXION 424
1. L'IMPORTANCE DES VARIABLES DE CONTRÔLE 425
2. L'INFLUENCE DES MÉCANISMES INTERNES DE GOUVERNANCE 427
3. UNE DIFFICULTÉ MÉTHODOLOGIQUE : LA DÉTERMINATION DE L'EMPLACEMENT DU CONTRÔLE 434

CONCLUSION DU CHAPITRE 6 : LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ, SIMPLE OBSTACLE AUX COÛTS DE DISPERSION ? 435

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE : LES COÛTS CACHÉS DE LA CONCENTRATION 439

TROISIÈME PARTIE : L'ANALYSE CROISÉE DE LA LIQUIDITÉ ET DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE 443

INTRODUCTION À LA TROISIÈME PARTIE 443

CHAPITRE 7 – L'ANALYSE THÉORIQUE DU LIEN ENTRE STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LIQUIDITÉ 445

INTRODUCTION AU CHAPITRE 7 445

SECTION 1 – L'ACCROISSEMENT DE LA LIQUIDITÉ AU DÉTRIMENT D'UNE GOUVERNANCE EFFICACE : LA CRITIQUE FONDATRICE DE BHIDE [1993] 445
1. LA DIMINUTION DES COÛTS DE SORTIE ENTRAÎNE UN ACCROISSEMENT DES COÛTS DE CONTRÔLE 446
2. L'ANNONCE DES DÉVELOPPEMENTS ANALYTIQUES ULTÉRIEURS 447

SECTION 2 – LES MODÉLISATIONS THÉORIQUES OPÉRANT LE LIEN ENTRE STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LIQUIDITÉ 448
1. LIQUIDITÉ ET EFFICIENCE INFORMATIONNELLE DES PRIX DE MARCHÉ : LE MODÈLE DE HOLMSTRÖM ET TIROLE [1993] 448
L'ARBITRAGE ENTRE BÉNÉFICES DE LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ ET COÛTS DE LA LIQUIDITÉ 448
PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES 449
2. LA RÉSOLUTION DES COÛTS DE CONTRÔLE PAR LE MARCHÉ SECONDAIRE : LE MODÈLE DE MAUG [1998] 455
L'IMPACT INDUBITABLEMENT POSITIF DE LA LIQUIDITÉ SUR LES COÛTS D'ENGAGEMENT 455
PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES 457
3. LA REMISE EN CAUSE DE L'INFLUENCE DIRECTE DE LA LIQUIDITÉ : LE MODÈLE DE KAHN ET WINTON [1998] 472
L'ARBITRAGE ENTRE L'INTERVENTIONNISME ET L'ÉCHANGE À MOTIF INFORMATIONNEL DES ACTIONNAIRES DE CONTRÔLE 472
PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES 473
4. L'INFLUENCE SECONDAIRE DE LA LIQUIDITÉ ET LA PRIMAUTÉ DES CARACTÉRISTIQUES DES SOCIÉTÉS : LE MODÈLE DE BOLTON ET VON THADDEN [1998] 481

CONCENTRATION ET DISPERSION : DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE OPTIMAUX DE MANIÈRE CONTINGENTE 481
PRÉSENTATION DU MODÈLE ET DE SES IMPLICATIONS PRINCIPALES 482

SECTION 3 – SYNTHÈSE DES MODÉLISATIONS THÉORIQUES SUR LA LIQUIDITÉ ET LES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE 491
1. PROPOSITION D'UNE SYNTHÈSE COMPARATIVE 491
POSITIONNEMENT DES MODÈLES RELATIVEMENT À L'INFLUENCE DE LA LIQUIDITÉ SUR LA VALEUR DE LA FIRME 491
PROPOSITION D'UNE GRILLE DE COMPARAISON DES MODÈLES THÉORIQUES 492
A. COÛTS INFORMATIONNELS VERSUS COÛTS DE CONTRÔLE 494
B. COÛTS DE COURT TERME VERSUS COÛTS DE LONG TERME 494
C. LA CONCENTRATION DU CAPITAL AU CŒUR DE L'ANALYSE 495
2. LE CHOIX DU CADRE THÉORIQUE 496

CONCLUSION DU CHAPITRE 7 : UNE APPROCHE GLOBALE DE LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET DE LA LIQUIDITÉ 496

CHAPITRE 8 – CONTRÔLE ET COÛT DE LA LIQUIDITÉ : LE MEILLEUR DES DEUX MONDES ? 499

INTRODUCTION AU CHAPITRE 8 499

SECTION 1 – RECENSION DES RÉSULTATS EMPIRIQUES 500
1. LA PERFORMANCE : L'EXPRESSION D'UN COÛT DE LIQUIDITÉ ? 500
2. L'INFLUENCE D'UN ACTIONNARIAT CONCENTRÉ SUR LA LIQUIDITÉ DES TITRES 500
3. UNE PERCEPTION DIFFÉRENCIÉE DES ACTIONNAIRES PAR LES INVESTISSEURS 503
LA PARTICIPATION DES INITIÉS 503
LA PRÉSENCE DE GROUPES FAMILIAUX 507
LA REPRÉSENTATION DES DESSEINS DES 'ZINZINS' PAR LES INVESTISSEURS 508
A. UN GROUPE D'INVESTISSEURS HÉTÉROGÈNES 508
B. L'INTERNATIONALISATION DES FONDS 510
LE POIDS DE L'ETAT 511
L'AMBIGUÏTÉ DE L'ACTIONNARIAT SALARIÉ 511
4. UN SIGNAL D'EXPROPRIATION : LA DISTORSION DU CONTRÔLE 512
5. L'INFLUENCE INDIRECTE DU LÉGISLATEUR 513

SECTION 2 – SYNTHÈSE DES HYPOTHÈSES LIANT STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ, LIQUIDITÉ ET PERFORMANCE DES FIRMES 514

SECTION 3 – RÉSULTATS DE L'ÉTUDE 516
1. L'IMPACT DES STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ ET DE CONTRÔLE SUR LA LIQUIDITÉ 517
LE COÛT DE LA LIQUIDITÉ, UNE AUGMENTATION IMPLICITE DU RENDEMENT ATTENDU DES INVESTISSEURS 517
LE COÛT IMPLICITE DU CONTRÔLE ET DE LA CONCENTRATION 523
DISTORSION DU CONTRÔLE ET CRAINTE D'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 528
2. L'IMPORTANCE DE L'IDENTITÉ DES ACTIONNAIRES 530
3. LES FACTEURS D'AMOINDRISSEMENT DE LA SURVEILLANCE DU MARCHÉ 532
4. SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DE L'ÉTUDE EMPIRIQUE 534
5. LE SENS DE L'ARBITRAGE 536

CONCLUSION DU CHAPITRE 8 : LE COÛT DE LIQUIDITÉ DE LA CONCENTRATION 538

CONCLUSION DE LA TROISIÈME PARTIE : UN ARBITRAGE EFFECTIF ENTRE LES COÛTS DE CONTRÔLE ET CEUX DE LA LIQUIDITÉ 541
1. LA MISE EN ÉVIDENCE DU COÛT DE LIQUIDITÉ DE LA CONCENTRATION 541
2. LE LIEN DE CAUSALITÉ ENTRE STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LIQUIDITÉ 542

CONCLUSION GÉNÉRALE 545
1. LES LEÇONS EMPIRIQUES SUR LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ ET LE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS 545
2. LES LEÇONS EMPIRIQUES SUR LA LIQUIDITÉ DES TITRES ET LE COÛT DU SERVICE D'IMMÉDIATETÉ ... 546

3. L'ARBITRAGE NÉCESSAIRE ENTRE PERFORMANCE ET COÛT DE LIQUIDITÉ : PRIMAUTÉ À LA CONCENTRATION ? 546
4. INTÉRÊT DE LA RECHERCHE 547
5. LES PERSPECTIVES DE RECHERCHE 549

ANNEXES 551

ANNEXE 1 – DESCRIPTION DES ÉCHANTILLONS D'ANALYSE 553

ANNEXE 2 – MÉTHODOLOGIE DES TESTS USUELS 559

ANNEXE 3.1 – VALEUR EX ANTE DE LA FIRME AVEC CONCENTRATION 563

ANNEXE 3.2.A – L'ÉQUILIBRE EN STRATÉGIES SYMÉTRIQUES MIXTES 571

ANNEXE 3.2.B – VALEUR EX ANTE DE LA FIRME AVEC DISPERSION 575

ANNEXE 4 – LE SENS DE L'ARBITRAGE – COMPLÉMENTS 577

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES 581

TABLE DES MATIÈRES 629

TABLE DES ENCADRÉS 637

TABLE DES FIGURES 639

TABLE DES TABLEAUX 641

TABLE DES HYPOTHÈSES 647