

Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché

Rajaa MTANIOS*

Université de Bourgogne

Mathieu PAQUEROT

Université de La Rochelle

Correspondance :

Mathieu Paquerot
Tél : 05.46.00.31.00 Fax : 05.46.00.30.56
IUP de la Rochelle
Villa Fort-Louis, rue Frank-Delmas
17000 La Rochelle
Email : mathieu.paquerot@univ-lr.fr

Résumé : Cet article porte sur l'influence de la structure de propriété sur la sous-performance des firmes de la bourse de Paris. Selon la théorie de l'agence deux composantes de la structure de propriété, la concentration du capital et la nature des actionnaires peuvent influencer la performance. Les résultats font ressortir des différences significatives entre les différents marchés. Ils ne permettent pas, en revanche, de corroborer les hypothèses émises par la théorie de l'agence.

Mots clés : théorie de l'agence – structure de propriété – performance – gouvernement d'entreprise.

Abstract : This research is focused on the study of the influence of ownership structure on the underperformance of firms in the Paris Stock Exchange. Agency theory assumes that ownership structure of a firm influences its performance and this through two of its components : the capital concentration and the nature of the stakeholders. The results are significant for the variables of the study between the different parts of the capital market but do not allow us to confirm the agency theory hypothesis.

Key words : agency theory – ownership structure – performance – corporate governance

* Rajaa Mtanios et Mathieu Paquerot sont respectivement maître de conférences à l'Université de Bourgogne (IUT GEA) et à l'Université de La Rochelle (IUP). Ils sont tous deux membres du LATEC.

L'objet de cette recherche est d'étudier l'influence de la structure de propriété sur la performance des firmes. Dans le cadre du gouvernement d'entreprise, nous nous intéressons aux entreprises sous-performantes afin de déterminer si elles possèdent des structures d'actionnariat distinctives.

La divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants a fait l'objet d'une littérature abondante et relativement ancienne [A. Smith 1776 ; A.A. Berle, G.C. Means 1932 ; M.C. Jensen, W.H. Meckling 1976]. Plusieurs éléments susceptibles d'interférer dans la relation entre les actionnaires et les dirigeants et d'améliorer la performance de la firme ont été mis en avant par la théorie de l'agence, notamment la structure de propriété, que nous nous proposons d'étudier plus en détail dans cet article. La structure de propriété ne constitue qu'une partie du système de gouvernement d'entreprise. Nous proposons de l'étudier de façon isolée afin de déterminer son impact sur la performance de la firme indépendamment des autres mécanismes de contrôle utilisables par les différents partenaires de l'entreprise.

Notre objectif est d'appréhender l'impact de la structure de propriété sur la performance des entreprises françaises présentes sur les différents compartiments de la bourse de Paris et de faire ressortir, s'il y a lieu, les différences entre les marchés.

La première partie de l'article introduit les différents arguments concernant l'influence de la structure de propriété sur la performance ou la sous-performance des firmes. La deuxième partie donne des éléments de comparaison entre les différents compartiments du marché des actions français et présente les résultats des tests.

1. La structure de propriété : un moyen de contrôle des relations actionnaires – dirigeants

Les auteurs de la théorie de l'agence et ceux du gouvernement d'entreprise en général [G. Charreaux 1997 ; A. Shleifer, R.W. Vishny 1997] supposent que la structure de propriété peut être un moyen de contrôle efficace de la gestion des dirigeants, car elle permet de réunir, lorsque certaines conditions sont présentes (concentration du capital et

nature des actionnaires), les bases d'un système de contrôle efficient, à savoir, une incitation des contrôleurs à remplir leur fonction, ainsi qu'un moindre coût du contrôle.

1.1. La performance des firmes et le conflit entre actionnaires et dirigeants

La théorie de l'agence présume que la performance des firmes est le fruit de leurs choix organisationnels. La firme est représentée par un ~~nom~~ ^{noyau} de contrats dont les dirigeants et les actionnaires sont les acteurs principaux. L'organisation générale de ces contrats et la gestion des conflits entre les différents partenaires déterminent l'efficacité de la firme et sa capacité à produire de la richesse.

Une mauvaise gestion des relations entre les partenaires, notamment les actionnaires et les dirigeants, peut être à l'origine de l'inefficience de l'entreprise. Les conflits entre les différents acteurs peuvent conduire à des choix stratégiques inadaptés et favoriser l'un des partenaires au détriment des autres. A.A. Berle, G.C. Means [1932] supposent que les dirigeants peuvent choisir de minimiser leurs efforts ou d'accroître leurs consommations (avantages en nature, investissements de prestige, rémunérations, développement de réseaux informels avec certains partenaires). Ces comportements opportunistes sont nuisibles à la création de richesse et peuvent compromettre la pérennité de la firme.

Il est important de noter que, dans ce cadre théorique, les mauvaises performances des firmes résultent essentiellement de raisons internes à l'organisation, c'est-à-dire des comportements des acteurs ou de leurs choix stratégiques ou organisationnels. Les choix des dirigeants et leur incitation à bien gérer l'entreprise conditionnent ses résultats. Les dirigeants les moins performants sont éliminés au profit d'équipes plus efficientes.

Les structures de contrôle mises en place par les actionnaires peuvent prendre différentes formes (conseil d'administration, structure du capital, audit externe, etc.). Elles doivent permettre de réduire les coûts d'agence afin de favoriser une allocation optimale des ressources. Les dirigeants sont au ~~cor~~ ^{centre} de toutes les attentions car ils constituent les

principaux centres de décision. Leurs engagements stratégiques, organisationnels ou financiers sont à l'origine de la création ou de la destruction de valeur pour les actionnaires. Plusieurs éléments, tels que la motivation des dirigeants, leurs incitations à la performance, leur intégrité, sont soumis à la vigilance des actionnaires et des différents partenaires de l'entreprise.

Les systèmes de contrôle et de sanction doivent permettre de détecter et d'éliminer les comportements les plus opportunistes des managers à un moindre coût.

1.2. La structure de propriété et la relation actionnaires-dirigeants

L'efficacité des systèmes de contrôle dépend fortement de l'incitation des contrôleurs à réaliser leur tâche. Cependant, une interrogation demeure : qui contrôle le contrôleur ou encore, quelles sont les incitations des contrôleurs à accomplir leur fonction ?

La transposition du problème d'agence au système de contrôle est fondamentale car les agents présents dans les organes de contrôle doivent retirer un bénéfice de leurs actions pour assurer une surveillance efficace de la gestion de la firme. La réponse la plus appropriée à ce problème réside dans les incitations que trouveront les organes de contrôle à fonctionner. La théorie de l'agence [J. Franks, C. Mayer 1997 ; D.J. Denis et *al.* 1997 ; J.M. Gagnon, J. Saint-Pierre 1995 ; B.M. Craven, C.L. Marston 1997 ; J.E. Bethel, J. Liebeskind 1993] postule que la structure de propriété constitue un système de contrôle efficace de la gestion des dirigeants lorsque certaines conditions sont réunies. La concentration du capital et la nature de certains actionnaires particuliers peuvent répondre au problème d'incitation des contrôleurs et contribuer à l'augmentation des performances de la firme. Ainsi, nous supposons que certaines caractéristiques de la structure de capital sont à l'origine de la sous-performance des firmes, ce qui suppose que l'organisation de la géographie du capital de l'entreprise ne serait pas optimale pour contraindre ses dirigeants à la performance [J.P. Pichard-Stamford 1997].

1.2.1. *La concentration du capital*

La concentration du capital est un élément favorable à l'exercice d'un contrôle efficace par les actionnaires (Hypothèse 1) [M.C. Jensen 1990 ; J.E. Bethel, J. Liebeskind 1993 ; A. Agrawal, C.R. Knoeber 1996 ; J.E. Bethel et al. 1998].

Dans une firme dont l'actionnariat est très dispersé, un actionnaire seul n'est pas incité à engager des ressources (du temps ou des fonds) pour exercer un contrôle sur la gestion, car il sera seul à supporter le coût de l'investissement alors que l'ensemble des propriétaires de la firme ou des partenaires bénéficiera de cette action. Ainsi, en France, seulement 4 % des actionnaires individuels se déplacent aux assemblées générales et 43 % d'entre eux votent par correspondance. Dans ces conditions, chaque actionnaire est incité à devenir un passager clandestin et les dirigeants peuvent laisser libre cours à leur opportunisme dans la gestion de la firme. Le problème du contrôle des contrôleurs devient donc crucial.

En revanche, un actionnaire possédant une part significative du capital de l'entreprise est fortement incité à investir dans le contrôle de la gestion de la firme, car il s'appropriera une part non négligeable des bénéfices supplémentaires ainsi réalisés. Son incitation à agir constitue la meilleure garantie de son efficacité, et également la moins onéreuse en termes de coûts d'agence.

Il faut ajouter qu'un actionnaire majoritaire peut contrôler plus efficacement que les actionnaires minoritaires, car il détient suffisamment de droits de vote pour influencer les dirigeants ou éventuellement convaincre d'autres actionnaires de le soutenir en cas d'opposition avec la direction de l'entreprise. Ce contrôle est beaucoup plus difficile et coûteux pour des actionnaires individuels détenant une faible part du capital. En France, le taux d'opposition des assemblées générales d'actionnaires aux résolutions proposées par les dirigeants est passé de 0,56 % avant 1996 à 1,28 % en 1997. Ce taux reste cependant extrêmement faible et traduit la difficulté réelle des petits actionnaires à convaincre un nombre suffisant de propriétaires pour former un contre-pouvoir capable de s'opposer aux décisions des dirigeants.

Les résultats des études empiriques menées sur la concentration du

capital font apparaître, dans l'ensemble, une influence positive de la présence d'actionnaires majoritaires sur la performance des firmes [A. Shleifer, R.W. Vishny 1986 ; A. Shivdasani 1993 ; J.E. Bethel, J. Liebeskind 1993 ; A. Agrawal, C.R. Knoeber 1996] .

Un deuxième élément est supposé renforcer l'efficacité du contrôle exercé par les propriétaires de l'entreprise, il s'agit de la nature des actionnaires.

1.2.2. La nature des actionnaires

Certains actionnaires sont supposés plus efficaces car ils présentent des caractéristiques qui leur permettent, soit d'accéder ou de traiter l'information sur l'entreprise de façon plus efficiente, soit d'être contraints de gérer leurs participations dans le capital de l'entreprise de façon optimale.

Dans le premier cas, ils peuvent exercer un contrôle efficient parce qu'ils disposent de structures ou de moyens qui rendent ce contrôle peu onéreux, notamment lorsque les coûts d'accès à l'information et de traitement sont réduits. Ils sont alors incités à exercer le contrôle compte tenu de son faible coût et de sa rentabilité. Dans le deuxième cas, ils sont contraints à la performance par leurs actionnaires.

Selon la théorie de l'agence, plusieurs catégories d'actionnaires sont supposées contraindre efficacement la gestion des dirigeants : les actionnaires dirigeants, les actionnaires financiers et les actionnaires institutionnels.

(1) Les actionnaires dirigeants

G. Charreaux [1997] considère que trois conceptions différentes apparaissent dans la littérature : la thèse de la convergence des intérêts, la thèse de la neutralité et la thèse de l'enracinement.

Dans la thèse de la convergence des intérêts la détention par les dirigeants d'une part du capital constitue une excellente incitation à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des actionnaires [A.A. Berle, G.C. Means 1932 ; M.C. Jensen, W.H. Meckling 1976 ; R.A. Cole,

H. Mehran 1998]. Plus la part de capital détenue par les dirigeants est importante, plus les divergences d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants seront faibles (Hypothèse 2). Ainsi, les systèmes de rémunération des dirigeants sous forme de stock-options sont destinés à réduire les divergences d'intérêts entre les propriétaires de la firme et les agents chargés de la gérer [H. Mehran 1995]. Cependant comme l'ont montré M.C. Jensen et W.H. Meckling [1976], lorsque les dirigeants ne possèdent pas la totalité du capital, ils sont incités à accroître leurs prélèvements dans l'entreprise puisqu'ils ne supportent pas entièrement le coût de leur opportunisme. Les équipes dirigeantes réalisent des arbitrages entre les avantages qu'elles peuvent retirer de leurs prélèvements dans l'entreprise (avantages en nature, investissements de prestige, rémunérations) et leurs avantages en tant qu'actionnaires.

Plus la part de capital que les dirigeants détiennent est importante et plus ces arbitrages se feront en faveur des avantages perçus en tant qu'actionnaires. Il faut cependant accepter le fait que les intérêts des actionnaires et des dirigeants ne seront jamais parfaitement alignés, sauf lorsque ces derniers possèdent la totalité du capital de l'entreprise.

Dans la thèse de l'enracinement, G. Charreaux [1997] remarque que les dirigeants qui possèdent une fraction importante du capital de l'entreprise peuvent utiliser leurs droits de vote pour s'enraciner. Ce comportement n'est pas nécessairement nuisible à la richesse des actionnaires car les dirigeants propriétaires peuvent souhaiter se protéger et conserver leur pouvoir, mais ils resteront confrontés à l'arbitrage précédemment décrit concernant les avantages qu'ils peuvent percevoir en tant que dirigeant et ceux qu'ils retirent en tant qu'actionnaires. Ajoutons que cette situation d'enracinement peut les inciter à investir à long terme dans l'entreprise et à accroître leur investissement en capital humain spécifique à la firme.

Il faut également remarquer que sur le marché comptant ou sur le règlement mensuel, cette situation est assez rare puisque, dans 120 cas sur 132, les dirigeants possèdent moins de 33 % du capital de leur entreprise (cf. Tableau 8). En revanche cette proportion est de 53 % pour le second marché.

Enfin, dans la thèse la neutralité, H. Demsetz [1983] pense que la

structure de propriété n'a pas d'influence sur la performance de la firme, ou plus exactement, que toutes les structures de propriété sont équivalentes. Pour l'auteur, la performance des firmes est essentiellement contrainte par l'environnement et les conditions d'exploitation de l'entreprise. Cette hypothèse est très pessimiste quant aux moyens dont disposent les actionnaires pour contraindre les dirigeants à la performance. L'étude de H. Demsetz, K. Lehn [1985] confirme l'absence de lien entre la performance de l'entreprise et la concentration du capital. De même, C. Holderness, D. Sheehan [1988] montrent qu'il n'existe pas de différence de performances entre les firmes à capital diffus et celle dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire.

G. Charreaux [1997] conclut également à la thèse de la neutralité concernant la performance de la firme. Cependant, l'auteur remarque que dans une optique de maximisation de la valeur globale de la firme, la thèse de la convergence semble l'emporter : « La performance économique apparaît supérieure pour les firmes présentant une faible séparation propriété/décision » [G. Charreaux, p. 83].

Il existe d'autres caractéristiques concernant le capital qui permettent d'accroître l'efficacité du contrôle exercé sur la gestion des entreprises. La présence d'actionnaires financiers ou institutionnels peut notamment jouer un rôle déterminant sur la performance de la firme. Ces actionnaires sont supposés plus actifs et plus puissants que des actionnaires individuels. Ainsi, A.S. Mello, J.E. Parsons [1998] montrent que la vente d'actions à des actionnaires « actifs » a une incidence positive sur la performance de la firme.

(2) Les actionnaires financiers

La théorie de l'agence suppose que les actionnaires financiers possèdent un accès privilégié à l'information et exercent en conséquence un contrôle plus efficace de la gestion de la firme (Hypothèse 3). Ils disposent d'une position privilégiée pour accéder à des informations sur l'entreprise, ses concurrents et son secteur d'activité. Ils peuvent donc mieux apprécier les performances des dirigeants, en les comparant notamment à celles des autres entreprises du secteur pour lesquelles ils

possèdent des informations. Ces agents ont également des capacités de traitement de l'information financière et économique plus importantes. Ils disposent de spécialistes capables d'analyser finement les comptes de l'entreprise, ses perspectives de développement ainsi que la qualité de sa gestion. Les actionnaires financiers ont internalisé ces ressources et ces compétences. Leur coût est moins élevé que celui auquel un actionnaire individuel devrait faire face pour faire réaliser une analyse économique de l'entreprise par des services extérieurs spécialisés.

Enfin, ces actionnaires peuvent fournir à l'entreprise une partie des ressources financières dont elle a besoin au travers de prêts bancaires ou d'autres types de crédits. Plus leur part dans le financement de l'entreprise est importante (capitaux propres et endettement compris), plus ils sont incités à contrôler les dirigeants pour préserver leurs intérêts et plus leur influence sur la gestion de la firme est forte car ils disposent d'un moyen de pression important pour contraindre les dirigeants à maximiser la valeur de la firme [W.J. Carney 1997].

(3) Les actionnaires institutionnels

Les actionnaires institutionnels représentent des partenaires influents pour l'entreprise [M.P. Smith 1996 ; C.T. Bathala et *al.* 1994 ; R.M. Giammarino, P.A. Lusztig 1995 ; J.G. Macintosh, L.P. Schwartz 1995 ; P. David et *al.* 1998 ; W.T. Carleton et *al.* 1998], car leurs moyens financiers sont importants et leur permettent de devenir des investisseurs actifs dans le contrôle de la gestion de la firme (Hypothèse 4). Ils peuvent ainsi choisir d'influencer les dirigeants pour les obliger à accroître la performance de la firme pour montrer leur mécontentement et ne pas vendre leurs actions à perte [W.T. Carleton et *al.* 1998]. Aux États-Unis, les fonds de pension publics ou privés détenaient en 1995 plus de 5 000 milliards de dollars d'actifs et l'ensemble des investisseurs institutionnels américains détenaient pour la même année plus de 10 000 milliards de dollars. Ces investisseurs doivent réaliser des placements pour le compte d'actionnaires ou de sociétaires exigeants. Ces partenaires sont supposés exercer un contrôle plus strict de la gestion de la firme dans laquelle ils investissent, en occupant des sièges au conseil

d'administration et en investissant dans la recherche et le traitement d'informations pour protéger leurs investissements. Leur participation dans la firme étant plus importante que celles d'actionnaires individuels, ils sont donc incités à investir dans le contrôle de celle-ci.

Notons qu'ils bénéficient également d'économies d'échelle dans la recherche et le traitement de l'information ; ce qui leur permet, comme les actionnaires financiers, d'exercer le contrôle à un coût plus faible que les actionnaires individuels isolés.

Néanmoins, les actionnaires institutionnels français ne sont pas soumis aux mêmes contraintes que les fonds de pension américains. Ainsi, les actionnaires de ces derniers peuvent entreprendre des actions en justice et invoquer la responsabilité fiduciaire des institutions auxquelles ils ont confié leurs fonds si elles ont pris des décisions contraires à leurs intérêts. Les votes des fonds de pension américains ou britanniques dans les assemblées générales d'actionnaires ne peuvent, en principe, aller à l'encontre des intérêts des personnes qu'ils représentent. Cette pression juridique forte n'existe pas encore en France pour les actionnaires institutionnels. De plus, les compagnies d'assurance françaises investissent plus lourdement en obligations qu'en actions (63,9 % en obligations et 17,7 % en actions à la fin de l'année 1994) ; ce qui ne les incite pas beaucoup à investir dans le contrôle des entreprises dans lesquelles elles placent leurs fonds en actions puisque ce type de placement reste relativement marginal. Les variations des cours des actions peuvent être com-pensées par les rentabilités fixes obtenues sur les placements en obligations. En conséquence, les pressions des actionnaires ou des sociétaires des compagnies d'assurance françaises pour inciter les gestionnaires à intervenir dans les sociétés dont ils sont actionnaires restent le plus souvent faibles.

Nous proposons à présent de tester les différents arguments évoqués précédemment sur le marché financier français.

2. L'analyse des effets de la structure du capital sur la sous-performance des firmes

La théorie de l'agence suppose que la structure de propriété de l'entreprise influence directement ses performances. Dans cette section, nous proposons de tester l'influence des variables retenues par la théorie afin de déterminer si les différences de structures de propriété peuvent expliquer des différences de performances.

2.1. Description de l'échantillon

L'échantillon est composé de firmes présentes sur différents compartiments de la bourse de Paris, le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. Les données nécessaires à l'évaluation de la performance des firmes sont issues de la base de données boursières de la SBF. Les données concernant la composition de l'actionnariat proviennent de la base Dafsaliens.

Les données ont été collectées sur la période 1991 à 1995.

Tableau 1 – *Composition de l'échantillon d'entreprises*

	Marché au comptant	Règlement mensuel	Second marché	Total
Nombre d'entreprises	52	80	96	228

Les variables utilisées pour les tests sont récapitulées dans le tableau 2.

2.2. Précautions méthodologiques

Notre étude empirique a été réalisée sur le marché au comptant, le marché à règlement mensuel ainsi que sur le second marché, car nous supposons que les hypothèses testées doivent pouvoir être corroborées pour les trois compartiments. Dans le cas contraire, les arguments théo-

riques développés ne pourront être considérés comme validés.

Par ailleurs, ces trois compartiments présentent une grande diversité de structures d'actionariat. Il est donc intéressant de tester les hypothèses de l'étude sur des marchés présentant des configurations actionnariales très différentes et caractéristiques des différents stades de maturité des entreprises.

La comparaison entre les trois marchés nous conduit à prendre quelques précautions méthodologiques pour mener à bien les tests empiriques.

Tableau 2 – Description des variables utilisées

Variable	Mesure	Source	Remarque
Concentration du capital	Part de capital détenue par les 5 premiers actionnaires	Dafsaliens	Information disponible pour chaque année de 1991 à 1995
Nature des actionnaires	Part de capital détenue par des actionnaires financiers	Dafsaliens	Information disponible pour chaque année de 1991 à 1995
	Part de capital détenue par des actionnaires institutionnels	Dafsaliens	Information disponible pour chaque année de 1991 à 1995
	Part de capital détenue par les dirigeants de l'entreprise	Dafsaliens	Information disponible pour chaque année de 1991 à 1995
Mesure du risque de l'entreprise	Moyenne du risque de l'entreprise sur les périodes 91-92	SBF	Calculée à partir des écart-type des rentabilités hebdomadaires des actions
Mesure de la performance ajustée au risque de l'entreprise	Moyenne de l'indice de Sharpe de l'entreprise sur les périodes 91-92	SBF	Calculée à partir des rentabilités hebdomadaires des actions

La taille réduite de l'échantillon ne nous permet pas d'utiliser les tests paramétriques, car nos variables ne suivent pas une distribution normale. Pour réaliser l'étude nous utiliserons, en conséquence, le test non paramétrique de différence de moyenne de Mann et Whitney pour deux

échantillons indépendants ainsi que le test de Kruskal Wallis pour k échantillons indépendants.

Une première série de tests a été réalisée afin de déterminer si des différences de moyenne significatives existaient entre les marchés pour les variables de l'étude.

En effet, les différents compartiments de la bourse de Paris présentent des caractéristiques qui ne sont pas sans influence sur les variables étudiées. Des biais peuvent apparaître, notamment des problèmes de liquidités qui peuvent perturber les estimations de rentabilité et de risque. Le marché le plus liquide, en raison de son mode de règlement particulier des transactions, est le règlement mensuel. Les autres compartiments sont réputés moins dynamiques et moins liquides.

De même, on devrait observer des différences significatives pour les mesures de la composition de l'actionnariat entre les différents marchés, car la maturité des firmes n'est pas la même selon le compartiment où elles sont cotées.

Ainsi, sur le second marché, les entreprises sont relativement jeunes et en fort développement. Leur capital est encore peu ouvert et les dirigeants disposent d'une part non négligeable des actions.

En revanche, sur le règlement mensuel, la taille des entreprises est plus importante, le capital est moins concentré (les exigences en termes d'ouverture du capital sont supérieures à celle du second marché), la part de capital détenue par les dirigeants est également plus faible.

Les résultats des tests, exposés dans les tableaux 6 et 7 figurant en annexe, confirment les différences entre les compartiments et la nécessité de réaliser les tests de façon différenciée par rapport au marché d'appartenance des firmes.

Le tableau 8 en annexe donne le détail de la structure de l'actionnariat des firmes par marché. On observe pour les sociétés de l'échantillon présentes sur les différents marchés une forte concentration de l'actionnariat et une participation faible des actionnaires financiers et institutionnels. Pour le second marché, la part de capital détenue par les dirigeants est importante puisqu'elle est supérieure à 33 % du capital dans plus de la moitié des cas. Pour les autres marchés, la part de capital détenue par les dirigeants est faible.

On note également une concentration du capital relativement forte pour les trois marchés. La moitié des firmes du marché au comptant sont détenues à plus de 50 % par les cinq premiers actionnaires. Cette proportion est de plus de 60 % pour le règlement mensuel et de 90 % pour le second marché.

Ces statistiques nous conduisent donc à prendre quelques précautions pour éliminer les biais dans les différentes mesures utilisées. Ainsi, les tests seront réalisés indépendamment pour les trois marchés, afin d'éliminer, au moins partiellement, les effets liés à la maturité des firmes et de supprimer les conséquences des différences de liquidité entre les marchés.

Pour chaque marché nous définissons deux groupes d'entreprise :

- un groupe considéré comme sous-performant et dont la moyenne des ratios de Sharpe sur la période 1993 - 1995 se situe dans le dernier tiers de l'échantillon ;
- un groupe réunissant les autres entreprises.

De même, pour les variables de structure de capital, nous formons quatre groupes en fonction des seuils stratégiques de détention du capital, c'est-à-dire 33 %, 50 % et 66 % (cf. Tableau 3).

Tableau 3 – *Groupe de détention du capital en fonction des seuils stratégiques*

Groupe	Capital détenu	Remarques
1	$K < 33\%$	Pas de minorité de blocage
2	33 % $K < 50\%$	Minorité de blocage
3	50 % $K < 66\%$	Majorité simple
4	$K > 66\%$	Majorité absolue

La constitution de ces groupes permet de pallier les biais d'une analyse statistique en continu. En effet, la différence statistique entre 49 % et 51 % est marginale dans une analyse en continu. En revanche, la différence en termes de contrôle du capital de la firme ne l'est pas. La constitution des groupes permet en conséquence de mieux prendre en compte les différences de contrôle du capital en fonction des seuils stra-

tégiques de détention.

Le tableau 4 fait apparaître pour chaque marché la répartition entre les entreprises pour lesquelles le pourcentage de capital détenu par les dirigeants, les actionnaires financiers et les actionnaires institutionnels est égal à 0 et celles pour lesquelles ce pourcentage est supérieur à 0.

On remarque que pour le comptant et le règlement mensuel, plus de 70 % des dirigeants ne détiennent pas de capital de l'entreprise qu'ils dirigent. En revanche cette proportion est seulement de 33,3 % pour le second marché. Cette différence s'explique essentiellement par la différence de maturité des firmes. Pour les trois marchés, la majorité des firmes n'ont pas d'investisseurs institutionnels ou financiers dans leur capital.

Pour l'ensemble des tests suivants, nous étudierons l'influence de la composition de l'actionnariat sur la performance des firmes.

Tableau 4 – *Structure du capital par marché*

% de capital détenu par type d'actionnaire en 1992	Groupe	Marchés		
		Comptant	Règlement mensuel	Second marché
% de capital du dirigeant	0 %	71,2 %	75 %	33,3 %
	> 0 %	28,8 %	25 %	66,7 %
% de capital des financiers	0 %	82,7 %	67,5 %	70,8 %
	> 0 %	17,3 %	32,5 %	29,2 %
% de capital des institutionnels	0 %	73,1 %	58,8 %	72 %
	> 0 %	26,9 %	41,2 %	28 %

2.3. *L'impact de la géographie du capital sur la performance de la firme*

L'analyse présentée dans la première partie nous a conduit à formuler plusieurs hypothèses testables sur les effets de la structure du capital sur la performance des firmes.

Après avoir rappelé les principales hypothèses de l'étude, nous les confronterons à l'hypothèse nulle selon laquelle les entreprises sous-

performantes ne présentent pas de structure de capital différente des autres entreprises de l'échantillon (hypothèse de neutralité de la structure de propriété de H. Demsetz [1983]).

H1 : La concentration du capital dans les entreprises sous-performantes est moins élevée que dans les autres entreprises de l'échantillon.

H2 : La part de capital détenue par les dirigeants dans les entreprises sous-performantes est moins élevée que dans les autres entreprises de l'échantillon (hypothèse de l'alignement des intérêts).

H3 : La part de capital détenue par les actionnaires financiers dans les entreprises sous-performantes est moins élevée que dans les autres entreprises de l'échantillon.

H4 : La part de capital détenue par les actionnaires institutionnels dans les entreprises sous-performantes est moins élevée que dans les autres entreprises de l'échantillon.

Le tableau 5 fait la synthèse des résultats des tests réalisés. Le détail de ces résultats figure en annexe dans les tableaux 9, 10 et 11.

Tableau 5 - Tableau de synthèse des résultats : influence de la structure de l'actionnariat sur la sous-performance des firmes

	Comptant	Règlement mensuel	Second marché
Capital détenu par les dirigeants	NS	NS	NS
Capital détenu par les actionnaires financiers	NS	NS	>0 ***
Capital détenu par les investisseurs institutionnels	NS	NS	NS
Capital détenu par les 5 premiers actionnaires	NS	NS	NS
Nombre d'observations	52	78	96

*** significatif au seuil de 1 %, ** significatif au seuil de 5 %, * significatif au seuil de 10 %

Dans l'ensemble, les tests ne sont pas significatifs. L'ensemble des hypothèses est rejeté. Les entreprises sous-performantes n'ont pas de structure d'actionnariat différente des autres. Leur sous-performance ne peut s'expliquer par la géographie du capital. L'hypothèse de H. Demsetz [1983] concernant la neutralité de la structure du capital par rapport à la performance de l'entreprise semble être confirmée.

Conclusion

Les tests réalisés sur le marché au comptant, le règlement mensuel ainsi que le second marché ne confirment pas les hypothèses de la théorie de l'agence. Plusieurs raisons peuvent expliquer ce phénomène.

Les variables prises en compte dans l'étude concernent le pourcentage de capital détenu par les différents actionnaires, or ce pourcentage peut être notablement différent de celui des droits de vote effectifs. Autrement dit, le biais dans la mesure des seuils stratégiques de détention peut être important et fausser en partie les résultats de l'étude. Malheureusement, à notre connaissance, aucune base de données concernant les entreprises françaises ne recense à ce jour les pourcentages de droit de vote des différents actionnaires.

La structure du capital n'est pas le seul élément de réponse que les actionnaires peuvent apporter pour optimiser la performance de la firme. La composition du conseil d'administration, les contraintes exercées par les autres partenaires et les différents marchés (marché des biens et services, marché financier, marché de l'emploi) auxquels l'entreprise est régulièrement confrontée peuvent constituer des alternatives ou des compléments à la structure du capital. Le gouvernement d'entreprise doit donc intégrer ces différents éléments ainsi que les comportements opportunistes des dirigeants et les bénéfices qu'ils peuvent retirer des conflits d'intérêts entre les différentes structures de contrôle et les nombreux partenaires de la firme. Comme le soulignent R. La Porta et *al.* [1998] dans une étude portant sur la structure de propriété de grandes entreprises dans 27 pays, le véritable problème ne réside pas nécessairement dans le conflit entre actionnaires et dirigeants, mais dans le conflit entre les différents types d'actionnaires, en particulier les action-

naires détenant le contrôle de la firme et les actionnaires minoritaires. La prise en compte des conflits entre les partenaires de l'entreprise complique considérablement l'analyse, car les interactions entre ces différents éléments sont difficiles à estimer et une analyse globale de l'efficacité des systèmes de contrôle pose de nombreux problèmes de méthodologie et de mesurabilité.

Enfin, il faut s'interroger sur le sens de la causalité concernant notamment les effets de la présence des actionnaires financiers ou institutionnels. Le gouvernement d'entreprise suppose en effet que la présence de ces actionnaires a un effet bénéfique sur la performance des firmes. Cependant, il n'est pas certain que ces institutions disposent en France des moyens suffisants pour contraindre les dirigeants à créer de la valeur. N'est-il pas plus rationnel pour ce type d'actionnaire d'investir dans des entreprises « déjà performantes »? La législation française n'offre pas le même arsenal juridique que dans les pays anglo-saxons pour permettre à ces investisseurs d'exercer des pressions sur la direction. Il est, par exemple, très difficile pour les actionnaires d'impliquer la responsabilité des dirigeants ou des administrateurs devant les tribunaux français. Le « vote avec les pieds » peut en conséquence constituer le moyen de pression le plus efficace pour convaincre les dirigeants d'agir dans l'intérêt des actionnaires. L'exemple récent de Alcatel nous prouve que les dirigeants d'entreprises françaises ne semblent pas soumis aux mêmes contraintes que les dirigeants américains.

Bibliographie

- Agrawal A., Knoeber C.R. [1996], « Firm Performance and mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, September, p. 377-397.
- Bathala C.T., Moon K.P. , Rao R.P. [1994], « Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, Fall, p. 38-50.
- Berle A.A., Means G.C. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, Mac Millan.

Bethel J.E., Liebeskind J. [1993], « The Effects of Ownership on Corporate Restructuring », *Strategic Management Journal*, Special issue, vol.14, Summer, p. 15-31.

Bethel J.E., Liebeskind J.P. , Opler T. [1998], « Block Share Purchases and Corporate Performance », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 2, p. 605-634.

Caby J., Hirigoyen G. [1997], *La création de valeur de l'entreprise*, Économica.

Carleton W.T., Nelson J.M. et Weisbach M.S. [1998], « The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations : Evidence from TIAA-CREF », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 4, p. 1335-1362.

Carney W.J. [1997], « Large Bank Stockholders in Germany : Saviors or Substitutes ? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 4, p. 74-81.

Charreaux G. [1999], « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures », in G. Koenig (Éd.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, Économica.

Charreaux G. [1998], « Le point sur la mesure de performance des entreprises », *Banque et marchés*, mai - juin, n° 34, p. 46-51.

Charreaux G., Desbrières P. [1998], « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, juin, p. 57-88.

Charreaux G. [1997], « Gouvernement des entreprises et efficacité des entreprises publiques », *Revue Française de Gestion*, n° 115, septembre-octobre, p. 38-56.

Charreaux G. [1997], « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux, (Éd.), *Le gouvernement des entreprises - Corporate Governance - Théories et Faits*, Économica, p. 421-469.

Cho M.H. [1998], « Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value : an Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n° 1, p. 103-121.

Cole R.A., Mehran, H. [1998], « The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance : Evidence from the Thrift Industry », *Journal of Financial Economics*, vol. 50, n° 3, p. 291-317.

- Craven B.M., Marston C.L. [1997], « Investor Relations and Corporate Governance in Large UK Companies », *Corporate Governance*, vol. 5, n° 3, July, p. 137-151.
- David P. , Kochhar R., Levitas E. [1998], « The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n° 2, p. 200-208.
- Demsetz H. [1983], « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, June, p. 375-390.
- Demsetz H., Lehn K. [1985], « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, December, p. 1155-1177.
- Denis D.J., Denis, D.K., Sarin, A. [1997], « Ownership Structure and Top Executive Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 45, p. 193-221.
- Franks J., Mayer, C. [1997], « Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 4, p. 30-45.
- Gagnon J.M. et Saint-Pierre J. [1995], « Composition du conseil des sociétés canadiennes et taux de profit », *FINECO*, vol. 5, n° 1 et 2, 1er et 2è semestres, p. 169-188.
- Giammarino R.M., Lusztig P. A. [1995], « L'investisseur institutionnel en régie d'entreprise : l'agent qui guette les agents », *FINECO*, vol. 5, n° 1 et 2, 1er et 2è semestres, p. 89-104.
- Holderness C., Sheehan D. [1988], « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations : an Exploratory Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, January/March, p. 317-346.
- Hunt H.G. [1986], « The Separation of Corporate Ownership and Control : Theory, Evidence and Implications », *Journal of Accounting Literature*, vol. 5, p. 85-124.
- Jensen M. [1990], « Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires », *Harvard-L'Expansion*, été, p. 60-72.
- Jensen M.C. [1986], « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *The American Economic Review*, May, p. 323-329.

Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, p. 305-360.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1998), « Corporate Ownership Around the World », *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, n° 6625.

Macintosh J.G., Schwartz L.P. [1995], « Les institutionnels et les actionnaires dominants font-ils augmenter la valeur de l'entreprise ? », *FINECO*, vol. 5, n° 1 et 2, 1er et 2è semestres, p. 105-119.

Mehran H. [1995], « Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, June, p. 163-184.

Mello A.S., Parsons J.E. [1998], « Going Public and the Ownership Structure of the Firm », *Journal of Financial Economics*, vol. 49, n° 1, p. 79-109.

Patry M., Poitevin M. [1995], « Régie d'entreprise : faut-il exiger plus des investisseurs institutionnels ? », *FINECO*, vol. 5, n° 1 et 2, 1er et 2è semestres, p. 67-88.

Pichard-Stamford J.P. [1998], « La contribution du réseau des administrateurs à la légitimation du dirigeant auprès de multiples catégories d'actionnaires », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Bordeaux IV.

Shivdasani A. [1993], « Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, p. 16-37.

Shleifer A., Vishny R.W. [1986], « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 3, Part 1, June, p. 461-489.

Shleifer A., Vishny R.W. [1997], « The Limits of Arbitrage », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, March, p. 35-55.

Short H. [1994], « Ownership Control, Financial Structure and the Performance of Firms », *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, n° 3, p. 203-249.

Smith A. [1776], *La Richesse des Nations*, GF Flammarion.

Smith M.P. [1996], « Shareholder Activism by Institutional Investors : Evidence from CALPERS », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, March, p. 227-252.

Articles de presse

Mariette D., Reclus P. [14/12/95], « Les zinzins épousent la gestion anglo-saxonne », *La Tribune Desfossés*.

Mariette D., Reclus P. [10/07/97], « Les assemblées générales déçoivent les attentes des actionnaires », *La Tribune Desfossés*.

Le Solleu G., de Kerorgen Y. [03/10/97], « La contestation des actionnaires vis-à-vis des dirigeants entre peu à peu dans les mœurs », *La Tribune Desfossés*.

« Les fonds de pension prennent le pouvoir », *Le Nouvel Economiste* [16/01/98], n° 1095, p. 38-43.

Annexe 1 - Tableaux des résultats statistiques

Tableau 6 – *Différences de composition de l'actionnariat selon les marchés (Test de Kruskal Wallis)*

Variable	Marché	Nb d'observations	Rang moyen	Khi-deux	Ddl	Signification asymptotique
% par dirigeant en 1990	Comptant	52	90,13	53,527	2	0,0000***
	Règlement mensuel	80	89,05			
	Second marché	94	147,24			
% par financier en 1990	Comptant	52	116,31	0,264	2	0,0876*
	Règlement mensuel	80	120			
	Second marché	94	106,41			
% par Investisseur Institutionnel en 1990	Comptant	52	118,82	2,861	2	0,0239**
	Règlement mensuel	80	76,58			
	Second marché	94	140,39			
% des 5 premiers actionnaires en 1990	Comptant	52	118,82	41,796	2	0,0000***
	Règlement mensuel	80	76,58			
	Second marché	94	140,39			
	Nombre total d'observations	226				

*** significatif au seuil de 1 %, ** au seuil de 5 %, * au seuil de 10 %

Tableau 7 – Différences de performance et de risque selon les marchés (Test de Kruskal Wallis)

Variables	Marché	Nb Obs	Rang moyen	Khi-deux	Ddl	Signification asymptotique
	Comptant	47	91,36	6,637	2	0,036**
Moyenne Sharpe [91,92,93,94,95]	Règlement mensuel	70	118,80			
	Second marché	91	100,29			
	Total	208				
	Comptant	47	110,62	9,161	2	0,010***
Moyenne risque [91,92,93,94,95]	Règlement mensuel	70	86,91			
	Second marché	91	114,87			
	Total	208				

*** significatif au seuil de 1 %, ** au seuil de 5 %, * au seuil de 10 %

Tableau 8 – Structure d'actionariat sur les différents marchés

Variables		Groupe		Compartiments				Ensemble du marché	
				Comptant		Règlement mensuel			
		Effectif	% colonne	Effectif	% colonne	Effectif	% colonne	Effectif	% colonne
Capital détenu par les dirigeants	K < 33 %	46	88,5 %	74	92,5 %	45	46,9 %	165	72,4 %
	33 % K < 50 %	3	5,8 %	3	3,8 %	8	8,3 %	14	6,1 %
	50 % K < 66 %	3	5,8 %	2	2,5 %	23	24,0 %	28	12,3 %
	K > 66 %			1	1,3 %	20	20,8 %	21	9,2 %
<i>Total</i>		52	100,0 %	80	100,0 %	96	100,0 %	228	100,0 %
Capital détenu par les actionnaires financiers	K < 33 %	48	92,3 %	76	95,0 %	92	95,8 %	216	94,7 %
	33 % K < 50 %	1	1,9 %	1	1,3 %	2	2,1 %	4	1,8 %
	50 % K < 66 %	2	3,8 %	1	1,3 %	1	1,0 %	4	1,8 %
	K > 66 %	1	1,9 %	2	2,5 %	1	1,0 %	4	1,8 %

<i>Total</i>		52	100,0 %	80	100,0 %	96	100,0 %	228	100,0 %
Capital détenu par les investisseurs institutionnels	K < 33 %	49	94,2 %	76	95,0 %	96	100,0 %	221	96,9 %
	33 % K < 50 %	1	1,9 %	3	3,8 %			4	1,8 %
	50 % K < 66 %	2	3,8 %	1	1,3 %			3	1,3 %
<i>Total</i>		52	100,0 %	80	100,0 %	96	100,0 %	228	100,0 %
Capital détenu par les 5 premiers actionnaires	K < 33 %	3	5,8 %	17	21,3 %	4	4,2 %	24	10,5 %
	33 % K < 50 %	6	11,5 %	14	17,5 %	6	6,3 %	26	11,4 %
	50 % K < 66 %	16	30,8 %	29	36,3 %	15	15,6 %	60	26,3 %
	K > 66 %	27	51,9 %	20	25,0 %	71	74,0 %	118	51,8 %
<i>Total</i>		52	100,0 %	80	100,0 %	96	100,0 %	228	100,0 %

Tableau 9 – *Marché au comptant : influence de la structure du capital sur la performance des firmes*

Variables explicatives	Groupe de performance	Nombre d'observations	Rang moyen	Signification asymptotique (bilatérale)
Capital détenu par les dirigeants	Sous-performante	17	29,18	0,134
	Autres	35	25,20	
	Total	52		
Capital détenu par les actionnaires financiers	Sous-performante	17	25,94	0,688
	Autres	35	26,77	
	Total	52		
Capital détenu par les investisseurs institutionnels	Sous-performante	17	28,06	0,201
	Autres	35	25,75	
	Total	52		
Capital détenu par les 5 premiers actionnaires	Sous-performante	17	28,59	0,394
	Autres	35	25,49	
	Total	52		

*** significatif au seuil de 1 %, ** au seuil de 5 %, * au seuil de 10 %

Tableau 10 – *Règlement mensuel : Influence de la structure du capital sur la performance des firmes*

Variables explicatives	Groupe de performance	Nombre d'observations	Rang moyen	Signification asymptotique (bilatérale)
Capital détenu par les dirigeants	Sous-performante	54	40,73	0,893
	Autres	26	40,39	
	Total	80		
Capital détenu par les actionnaires financiers	Sous-performante	54	39,60	0,565
	Autres	26	40,94	
	Total	80		
Capital détenu par les investisseurs institutionnels	Sous-performante	54	41,5	-0,463
	Autres	26	40	
	Total	80		
Capital détenu par les 5 premiers actionnaires	Sous-performante	54	46,13	0,118
	Autres	26	37,79	
	Total	80		

*** significatif au seuil de 1 %, ** au seuil de 5 %, * au seuil de 10 %

Tableau 11 – *Second marché : influence de la structure du capital sur la performance des firmes*

Variables explicatives	Groupe de performance	Nombre d'observations	Rang moyen	Signification asymptotique (bilatérale)
Capital détenu par les dirigeants	Sous-performante	32	47,53	0,798
	Autres	64	48,98	
	Total	96		
Capital détenu par les actionnaires financiers	Sous-performante	32	52,97	0,008***
	Autres	64	46,27	
	Total	96		
Capital détenu par les investisseurs institutionnels	Sous-performante	32	48,50	1,000
	Autres	64	48,50	
	Total	96		
Capital détenu par les 5 premiers actionnaires	Sous-performante	32	47,91	0,847
	Autres	64	48,80	
	Total	96		

*** significatif au seuil de 1 %, **significatif au seuil de 5 %, * significatif au seuil de 10 %

