

Historiquement, les promoteurs du gouvernement d'entreprise ont souvent préconisé une indépendance du management par rapport à l'actionnariat. Des études récentes montrent qu'au contraire, les structures avec un actionnaire de référence actif, notamment familiales, surperforment celles à actionnariat diffus, en France comme aux Etats-Unis.

Gouvernement d'entreprise Structure actionnariale et création de valeur¹

Péter Harbula, directeur adjoint Evaluation financière, Deloitte Finance, membre de l'American Society of Appraisers, membre de la Sfev

L'attention que prêtent les investisseurs au gouvernement d'entreprise ne cesse de se renforcer. Signe de cette préoccupation, Standard & Poor's a décidé de l'intégrer dans les critères de son processus de notation financière.

La notion du gouvernement d'entreprise trouve pourtant ses racines dans une époque plus lointaine. Des traités lui sont consacrés dès les années trente et ce que l'on "découvre" aujourd'hui était déjà connu à l'époque : le gouvernement d'entreprise est enfanté par les crises économiques.

Cela explique sans doute pourquoi le gouvernement d'entreprise passionne aujourd'hui la communauté financière, après un désintérêt total jusqu'au début des années 1990. Ce revirement n'est pas très surprenant, puisque "*le sage peut, sans faillir, changer de position avec les saisons*"². Les raisons du retour au coeur du débat ont probablement un lien avec les récents scandales financiers. Le gouvernement d'entreprise est toujours un sujet de recherches académiques et théoriques prisé, même si peu de thèmes ayant donné lieu à autant de travaux divers débouchent sur aussi peu de certitudes.

Contrairement aux idées reçues, l'objectif du gouvernement d'entreprise passe *in fine* par une optimisation de la valeur de l'entreprise pour l'ensemble de ses actionnaires

L'appréciation des avantages ou bénéfices potentiels des différentes typologies de structures actionnariales au regard de la qualité du gouvernement d'entreprise

¹ Les résultats publiés dans cette étude sont issus des travaux de préparation pour une thèse de doctorat qui devrait être soutenue courant 2004.

² Caton, Dicta, II / 2.

sera fonction, d'une part de l'équilibre entre les coûts et les bénéfices liés à un contrôle fort et, d'autre part, des avantages que s'octroient la direction ou les actionnaires de référence.

Le gouvernement d'entreprise tel que défini par les travaux de Berle et Means se caractérise par la séparation de la propriété et de la direction (théorie des mandats), le risque étant que les dirigeants puissent agir au détriment de la société et par conséquent des actionnaires. Stiglitz³, par exemple, explique que la concentration du capital d'une société est l'un des moyens les plus courants par lequel un contrôle accru peut être exercé sur la direction de l'entreprise. Alors que la concentration du capital renforce la surveillance sur les dirigeants de la société, elle crée également des avantages particuliers pour les actionnaires de référence (bénéfices privés du contrôle).

Fama et Jensen⁴ puis Demsetz⁵ analysent le lien entre la structure de l'actionariat, la performance et la valeur de l'entreprise

Ils estiment que la concentration du capital des entreprises aboutit inéluctablement à une efficacité limitée et des profits moindres. Cette sous-performance rencontrée dans certaines entreprises à actionariat familial serait imputable à des intérêts divergents entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires.

Des études académiques récentes se sont fondées sur les incidences de la concentration du capital. Burkart, Gromb et Panunzi⁶ analysent les coûts et les bénéfices de la surveillance des grands actionnaires, pour démontrer qu'un tel contrôle peut réduire le gaspillage des ressources *ex post*, mais peut également décourager les initiatives des dirigeants *ex ante*. Bolton et Von Thadden⁷ développent l'idée que la propriété d'un grand bloc d'actions a une influence positive sur les résultats, mais présente l'inconvénient d'une liquidité plus restreinte des actions. La Porta, Lopez de Silanes et Shleifer⁸ constatent que, à l'exception des Etats-Unis et du Royaume-Uni, où les investisseurs minoritaires sont bien protégés, les sociétés présentent rarement un actionariat diffus, mais plutôt une structure avec un actionnaire de référence, contrôlée par des familles ou l'Etat. Une explication possible du phénomène est la "corrélation négative" existant entre

³ Stiglitz, J.: "Credit markets and the control of capital". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, 1986.

⁴ Fama, E. - Jensen, M.: "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Finance*, vol. 26, 1983.

⁵ Demsetz, H.: "The structure of ownership and the theory of the firm". *The Journal of law & economics*, 26, 1983.

⁶ Burkart, M. - Gromb, D. - Panunzi, F.: "Large shareholders, monitoring, and the value of the firm". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, 1997.

⁷ Bolton, P. - von Thadden, E.: "Liquidity and control: a dynamic theory of corporate ownership structure". *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 154, 1998.

⁸ La Porta, R. - Lopez de Silanes, F. - Shleifer, A.: "Law and finance". *Journal of Political Economy*, vol. 53, 1998.

la protection des actionnaires minoritaires et la concentration du capital. En fait, lorsque la protection légale des minoritaires est faible, leur meilleure assurance est de détenir une part significative du capital.

Anderson et Reeb⁹ montrent que la performance des entreprises familiales est en moyenne meilleure que celle des autres entreprises, sur la base d'un échantillon de groupes du S&P 500. La surperformance est très forte pour les sociétés présentant un actionnariat familial inférieur à 32 % du capital, puis elle décline au-delà de ce seuil, tout en restant positive. Au-delà de 32 % du capital, on peut estimer que l'intention de la famille est de garder le contrôle, ce qui réduit sa motivation à optimiser la valeur. Lemmon et Lins¹⁰ étudient, quant à eux, l'effet de la structure de l'actionnariat sur la valeur des entreprises pendant la crise asiatique. Selon eux, les entreprises dont la structure d'actionnariat est pyramidale (holdings en cascade) présentent une sous-performance structurelle.

L'analyse de cette problématique se traduit par des résultats similaires pour les entreprises françaises

Une étude menée par l'auteur sur cent entreprises industrielles françaises entre 1989 et 2002 montre que les entreprises caractérisées par une structure avec un actionnaire de référence ont surperformé les entreprises à actionnariat diffus. En effet, en moyenne, celles-ci ont réalisé une création de valeur (mesurée par l'EVA¹¹) supérieure à la moyenne de l'échantillon. Le même phénomène peut être constaté pour le ratio CFROI¹². (cf Tableau 1). De plus, une investigation sur les bêtas désendettés de ces mêmes entreprises arrive à des conclusions similaires : un bêta supérieur à la moyenne de l'échantillon est presque aussi fortement dépendant d'une structure d'actionnariat diffuse que des facteurs intrinsèques à l'entreprise (cf Tableau 2).

De nombreux facteurs expliquent ces résultats. Un des principaux est probablement lié aux spécificités des grandes entreprises françaises de l'échantillon, avec la présence de noyaux durs d'actionnaires, composés de participations croisées entre ces mêmes entreprises. Ces structures apportent une forme de sécurité à la direction, puisqu'elles verrouillent une partie significative du capital et rendent une prise de contrôle hostile particulièrement difficile, voire impossible. Elles protègent d'une certaine façon l'équipe dirigeante, qui dispose d'une plus grande latitude vis-à-vis de ses actionnaires. D'aucuns pourraient aussi remarquer que ce système encourage les dirigeants à privilégier une stratégie long

⁹ Anderson, R. -Reeb, D.: "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500". *The Journal of Finance*, 3 juin 2003.

¹⁰ Lemmon, M. – Lins, K.: "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis". *The Journal of Finance*, août 2003.

¹¹ Economic Value Added.

¹² Cash Flow Return On Investment.

terme au détriment des résultats immédiats. Cela n'est toutefois pas confirmé par les résultats empiriques.

Comme le graphique le suggère, la relation entre le niveau de participation de l'actionnaire de référence et la performance n'est pas linéaire. Une participation comprise entre 40 % et 50 % semble optimale en matière de rendement : elle offre une liquidité importante aux actionnaires minoritaires, n'exclut pas les opportunités d'OPA hostiles et limite l'expropriation des bénéfices privés du contrôle. *A contrario*, une participation proche de 60-70 % semble indiquer une performance moindre des sociétés, en raison des bénéfices privés de l'actionnaire majoritaire. Cette situation peut se traduire notamment par des options stratégiques qui peuvent entraîner une performance moindre de la société.

Adam Smith déjà, dans son ouvrage *The Wealth of Nations*, s'interrogeait sur les questions liées aux sociétés anonymes dont les dirigeants ne détenaient aucune ou très peu de parts sociales : *"Like the stewards of a rich man, they are apt to consider to smaller matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company"*¹³. Il est intéressant de retenir que la performance et la création de valeur des entreprises peuvent être liées à la nature de leur structure actionariale. Dès lors, il est important dans le cadre d'un processus d'analyse financière de ne pas se préoccuper seulement des fondamentaux intrinsèques et sectoriels propres à une entreprise, mais également de la manière dont elle est dirigée et de la considération que ses dirigeants et ses actionnaires de référence portent aux autres actionnaires (minoritaires).

Tableau 1: Analyse de la performance des entreprises entre 1989 et 2002

¹³ Williamson, O. - Winter, S.: *The nature of the firm: origins, evolution and development*. New York, Oxford University Press, 1993. "En tant que servants d'un homme riche, ils considèrent que certaines affaires sont en dessous de l'honneur de leurs maîtres et se dispensent facilement de s'en occuper. Négligence et attention doivent donc toujours prévaloir dans la manière de diriger ces entreprises. "

	Echantillon global	Structure avec actionnaire de référence	Structure avec actionnariat diffus
EVA			
Moyenne	100 %	+30,3 %	-30,3 %
Médiane	100 %	+27,2 %	-43,6 %
CFROI			
Moyenne	100 %	+13,16 %	-7,02 %
Médiane	100 %	+11,40 %	-12,28 %

Tableau 2: Analyse de régression sur de la variation des bêtas par rapport à la moyenne

Bêta désendetté société/bêta moyen de l'échantillon	Relation	R ² (test individuel)
Actionnaire de référence	Faible	12,1 %
Actionnariat diffus	Forte	31,2 %
Capitalisation boursière	Très faible	8,2 %
Levier financier	Forte	35,3 %
Liquidité	Très faible	3,4 %
R ²	56,1 %	

Graphique : Relation entre la propriété de capital et le rendement CFROI

