



Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français

Sylvain Marsat, Yves Mard, Fabien Roux

► To cite this version:

Sylvain Marsat, Yves Mard, Fabien Roux. Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français. Finance Contrôle Stratégie, 2014, 10.4000/fcs.1559 . hal-02156607

HAL Id: hal-02156607

<https://hal.science/hal-02156607>

Submitted on 14 Jun 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise : le cas français

Ownership structure and corporate financial performance: evidence from France

Version acceptée pour publication dans:

Mard, Y., Marsat, S., Roux, F., 2014. Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise: le cas français. *Finance Contrôle Stratégie*

Résumé :

L'objectif de notre recherche est d'étudier le lien entre la structure de l'actionnariat et la performance financière des sociétés cotées françaises. Sur le plan théorique, l'analyse de ce lien permet de confronter les théories de l'alignement et de l'enracinement des dirigeants. L'étude est conduite sur un échantillon de sociétés cotées de l'indice SBF 250 sur la période 2004-2008. Les résultats montrent une relation curvilinéaire (en forme de U inversé) entre la part détenue par le principal actionnaire et la performance. Cette relation est vraie lorsque l'actionnaire principal est familial. Concernant les deuxième et troisième actionnaires, la relation avec la performance est également curvilinéaire, mais convexe (en forme de U). Les résultats relatifs au lien entre nature de l'actionnariat et performance montrent que les actionnaires financiers influencent positivement la performance, dès lors qu'ils détiennent une part suffisante du capital.

Mots clés : Performance, concentration de l'actionnariat, nature de l'actionnariat, théorie de l'alignement, théorie de l'enracinement

Classification JEL : G32, G34.

Abstract:

The aim of our research is to study the link between ownership structure and financial performance among French listed companies. On a theoretical point of view, the study enables the confrontation between the alignment theory and the entrenchment theory. The study is performed on a sample of SBF 250 listed companies over the 2004-2008 period. We first observe a U-inverted shape relation between the fraction of shares owned by the main shareholder and performance. This relation holds when family is the main shareholder. Moreover, the relation between performance and the fraction of shares owned by the second or the third shareholders is also curvilinear, but convex (U shape relation). We also observe that financial shareholders are positively associated with performance, insofar as they hold a sufficient part of capital.

Key words: Performance, ownership concentration, nature of ownership, alignment theory, entrenchment theory

JEL Classification: G32, G34.

1 Introduction

Cette recherche vise à étudier empiriquement, dans le contexte français, le lien entre la structure de l'actionnariat et la performance financière des entreprises. Les analyses théoriques et empiriques de ce lien n'ont pas conduit, jusqu'à présent, à des conclusions convergentes. Cela tient certainement, à la diversité des caractéristiques d'actionnariat et des contextes étudiés. Dans le cadre de cette étude, nous envisageons deux caractéristiques de l'actionnariat : la concentration du capital et la nature des principaux actionnaires. L'approfondissement du contexte français, peu étudié, nous a semblé intéressant en raison des spécificités de l'actionnariat des sociétés françaises cotées : concentration élevée, forte présence des familles et des investisseurs institutionnels.

La théorie de l'agence, développée par Jensen et Meckling (1976), souligne les divergences d'intérêts qui peuvent exister au sein des firmes entre les actionnaires et les dirigeants. Les premiers délèguent aux seconds le soin de gérer au mieux l'entreprise, et développer sa performance financière. Les actionnaires ne disposent toutefois que d'une partie de l'information détenue par les dirigeants (asymétrie d'information). Pour s'assurer de l'effort fourni par les dirigeants et contrôler la pertinence de leurs décisions, les actionnaires vont mettre en place des mécanismes de gouvernance tels que le conseil de direction, les rémunérations incitatives, la diffusion et le contrôle de l'information. Ces mécanismes de gouvernance visent à motiver et à discipliner les dirigeants, et par conséquent à améliorer la performance de la firme dans l'intérêt des actionnaires¹.

¹ Dans une optique actionnariale, l'objectif de la gouvernance est d'abord de renforcer la création de valeur pour les actionnaires. Une vision partenariale de la gouvernance (Charreaux et Desbrières, 1998) tend à privilégier l'ensemble des parties prenantes.

La structure de l'actionnariat d'une entreprise est susceptible d'influencer la mise en œuvre de mécanismes de gouvernance en son sein. En effet, l'implication d'un actionnaire dans le contrôle des dirigeants ne sera pas la même selon la part de capital détenue par cet actionnaire, ainsi qu'en fonction de son horizon de placement et de ses objectifs. Un actionnaire détenant une part importante du capital sera plus incité à s'investir dans la gouvernance de l'entreprise. Ainsi, la présence d'un actionnaire de contrôle agira comme un mécanisme de gouvernance susceptible de discipliner les dirigeants (Demsetz et Lehn 1985, Shleifer et Vishny 1986), et de renforcer la performance de la firme. Toutefois, l'actionnaire de contrôle peut aussi profiter de sa position pour s'attribuer une partie des richesses de la firme, au détriment des actionnaires minoritaires (Fama et Jensen 1983). Cela peut conduire à un enracinement de l'actionnaire majoritaire, préjudiciable à la performance de l'entreprise (Shleifer et Vishny 1997). Le lien entre la concentration de l'actionnariat et la performance de la firme n'est donc pas évident *a priori*.

Les objectifs des actionnaires, et leur implication dans la gouvernance de l'entreprise, vont aussi dépendre de leur nature. Par exemple, des actionnaires familiaux ou industriels privilégieront certainement un horizon à long terme, et pourront souhaiter intervenir dans les orientations stratégiques et le contrôle des dirigeants. A l'inverse, certains investisseurs institutionnels ayant un horizon à court terme, n'auront pas la volonté de s'impliquer dans la gouvernance de la firme. La présence d'autres catégories d'actionnaires, tels que les salariés ou l'Etat, peut aussi influencer la performance de l'entreprise.

De nombreux travaux empiriques ont testé la relation entre structure de l'actionnariat et performance financière des entreprises. Il apparaît ainsi que les firmes familiales présentent, toutes choses égales par ailleurs, de meilleures performances que les firmes non familiales. Néanmoins, l'analyse de ces recherches ne permet pas de dresser un cadre général, en raison de la complexité et la diversité des résultats obtenus. La complexité des résultats se traduit souvent

par des relations non linéaires entre structure de l'actionnariat et performance. Nous envisagerons donc ce type de relation dans le cadre de notre étude. La diversité des résultats obtenus s'explique aussi par la multitude de mesures utilisées pour représenter la structure de l'actionnariat et la performance de l'entreprise. Le contexte de l'étude semble influencer également les résultats des études empiriques.

Le contexte français présente plusieurs spécificités : la concentration de l'actionnariat, la présence forte d'actionnaires familiaux, industriels et d'investisseurs institutionnels, et une faible protection des actionnaires. Tout d'abord, l'actionnariat y est relativement concentré, comme le montrent Labelle et Schatt (2005), qui observent une part moyenne de 29% pour le premier actionnaire des sociétés de l'indice SBF 120. Ensuite, Faccio et Lang (2002) notent que 65% des sociétés françaises cotées sont contrôlées par des familles détenant au moins 20% du capital. Enfin, à l'instar des pays de droit civil (code law), la France offre aux actionnaires une protection légale moins forte que dans les pays de droit coutumier (common law), tels que les Etats-Unis ou le Royaume Uni.

L'analyse de la relation entre structure de l'actionnariat et performance de l'entreprise dans le contexte français nous a donc semblé intéressante. Plus précisément, notre recherche vise à étudier les deux relations suivantes : celle entre performance et concentration de l'actionnariat, et celle entre performance et nature de l'actionnariat.

Cette recherche contribue à approfondir l'étude du lien entre performance financière et structure de l'actionnariat sur trois points. Premièrement, à l'inverse de la plupart des recherches sur le sujet, nous utilisons deux caractéristiques de l'actionnariat : la concentration du capital et la nature de l'actionnariat. Nous avons ainsi retenu plusieurs mesures de concentration (utilisant le premier, deuxième et troisième actionnaire), et intégré six types d'actionnaires : familiaux, managériaux et salariés, financiers, étatiques, auto-détenteurs, et industriels. Au vu de la littérature sur le lien avec la performance financière, notamment les

travaux de Demsetz et Villalonga (2001) ou Thomsen et Petersen (2000), nous avons choisi d'aborder la performance financière selon deux approches complémentaires. Alors que le ROA constitue une mesure purement comptable de la performance, le Q de Tobin intègre également une dimension boursière.

Deuxièmement, le contexte français a été peu étudié, bien qu'il présente des caractéristiques spécifiques en matière de système institutionnel et de structure d'actionnariat. Le système institutionnel en vigueur en France offre aux actionnaires minoritaires une moins bonne protection légale que celle en vigueur dans les pays anglo-saxons. Les minoritaires français ont ainsi moins de possibilités de faire valoir leurs intérêts ou de recourir à une action collective, que les actionnaires minoritaires anglo-saxons. La concentration élevée de l'actionnariat français est susceptible d'accentuer les difficultés liées au déficit de protection des actionnaires minoritaires. Par ailleurs, l'actionnariat des sociétés cotées françaises se caractérise par une diversité des types d'actionnaires (familles, industriels, financiers), ayant des objectifs et des horizons de placement différents.

Troisièmement, les résultats obtenus sur un échantillon de 238 sociétés françaises cotées issues de l'indice SBF 250 sur la période 2004-2008, sont originaux. Les relations obtenues sont non linéaires, et permettent de concilier, dans une certaine mesure, les résultats prédits par les théories de l'alignement et de l'enracinement des dirigeants. Elles montrent le lien positif entre la concentration du premier actionnaire et la performance, jusqu'à un certain niveau de concentration. Ce résultat concerne plus particulièrement les cas où l'actionnaire principal est familial l'actionnaire principal. La part de capital détenue par les deuxième et troisième actionnaires est associée positivement à la performance, à partir d'un certain niveau de détention. La présence d'actionnaires financiers est associée négativement à la performance, mais le lien entre actionnariat financier et performance devient positif au-delà d'un certain niveau de détention.

L'article est structuré en trois parties. Nous développons d'abord la revue de littérature mettant en relation la performance de l'entreprise avec la structure de l'actionnariat (concentration et nature de l'actionnariat). L'échantillon et les aspects méthodologiques sont ensuite exposés. Enfin, nous présentons les résultats de l'étude empirique et les conclusions de cette recherche.

2 Revue de littérature

Nous présentons la revue de littérature sur le lien entre structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise. Cette relation a été largement étudiée dans les études théoriques et empiriques en finance. Les premières études empiriques sont américaines, mais récemment d'autres pays ou régions (Asie, Europe, Australie...) ont fait l'objet de recherches. Nous développons d'abord les travaux théoriques et empiriques relatifs au lien entre la concentration de l'actionnariat et la performance (2.1), puis les recherches portant sur la relation entre la nature de l'actionnariat et la performance de la firme (2.2).

2.1 Concentration de l'actionnariat et performance financière

Sur le plan théorique, l'étude de la relation entre la concentration de l'actionnariat et la performance peut être analysée au regard de la théorie de l'agence et de la théorie de l'enracinement. Selon Berle et Means (1933), les firmes dont le capital est diffus souffrent d'un déficit de contrôle, susceptible d'affecter la performance financière. A l'inverse, la concentration du capital entre un petit nombre d'actionnaires permet un meilleur contrôle des dirigeants (Beneish, 1997). Shleifer et Vishny (1986) développent un modèle dans lequel la présence d'un actionnaire de contrôle conduit à une meilleure performance.

Toutefois, la concentration de l'actionnariat est à l'origine de divergence d'intérêts et de conflits entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires (conflit d'agence de type II).

Les actionnaires majoritaires, par exemple lorsqu'ils sont également dirigeants, sont accusés de s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires. Dans ces circonstances, la concentration de l'actionnariat peut conduire à un phénomène d'enracinement de l'actionnaire de contrôle, préjudiciable à la performance de l'entreprise (Demsetz, 1983).

Sur le plan méthodologique, différentes mesures de structure d'actionnariat et de performance financière ont été utilisées dans la littérature. Le tableau 1 recense les principales mesures mises en œuvre par les auteurs de ces recherches.

Insérer le tableau 1 ici

Plusieurs travaux empiriques ont testé la relation entre concentration de l'actionnariat et performance de l'entreprise. Les résultats obtenus ne laissent pas apparaître de consensus concernant cette relation. Selon les études, les auteurs concluent à une absence de relation, à une relation positive, ou à une relation négative.

Les premiers travaux, conduits aux Etats-Unis, tendent à indiquer qu'il n'existe pas de lien entre la concentration du capital et la performance de l'entreprise (Demsetz et Lehn, 1985 ; Himmelberg et al, 1999 ; Demsetz et Villalonga, 2001). Les travaux de Charreaux (1991), Mtanios et Paquerot (1999) et Sahut et Gharbi (2010), en France, et de Welch (2003) en Australie, semblent aussi indiquer une absence de relation.

Une relation positive a été observée par plusieurs auteurs. Ainsi, Claessens et al. (2002) constatent ce lien en Asie, mais observent aussi un effet d'enracinement associé avec la détention de droits de vote plus élevés que la détention de capital. Boubakri et al. (2005) observent une relation positive sur un échantillon international et constatent que l'effet positif est plus net lorsque la protection des actionnaires minoritaires est plus faible. En Espagne, Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007) notent un lien positif entre la concentration de l'actionnariat et la performance, surtout lorsque le contrôle est majoritaire.

A l'inverse, les travaux de Kirchmaier et Grant (2005) et Thomsen, Pedersen et Kvist (2006) mettent en évidence une relation négative entre concentration de l'actionnariat et performance, dans le contexte européen. Thomsen et al. (2006) constatent que le phénomène est surtout vrai lorsque le premier actionnaire détient plus de 10% du capital.

D'autres recherches mettent en évidence des relations non linéaires et/ou complexes. Par exemple, Thomsen et Pedersen (2000) constatent une relation curvilinéaire (d'abord croissante puis décroissante) entre la concentration de l'actionnariat et la performance des grandes entreprises européennes. Margaritis et Psillaki (2010) observent aussi en France, sur un échantillon essentiellement composé de PME industrielles (chimie, textile, et informatique) que le lien entre concentration et performance n'est pas linéaire, et varie en fonction du niveau de concentration et du secteur d'activité. Les auteurs séparent l'échantillon en trois selon le niveau de capital détenu par l'actionnaire principal ($<25\%$, $25\% < <50\%$, $>50\%$). Dans le secteur chimique, le lien entre concentration et performance est positif, mais ce lien diminue avec la concentration, suggérant un effet d'enracinement. Dans le secteur informatique, une faible concentration de l'actionnariat est associée avec une moindre performance.

En conclusion, de nombreux facteurs, tels que les variables de concentration et de performance choisies, le contexte institutionnel, et le secteur d'activité, influencent les résultats obtenus par les études antérieures. Ainsi, il semblerait que le lien entre concentration et performance soit complexe et conduise à des conclusions non convergentes. Le contexte français, caractérisé par une faible protection des actionnaires minoritaires et un actionnariat concentré, peut laisser penser à deux effets contradictoires sur le lien entre concentration de l'actionnariat et performance. D'un côté, le faible niveau de protection des actionnaires minoritaires est à même de renforcer le lien positif entre concentration et performance, à l'instar des résultats obtenus par Boubakri et al. (2005). D'un autre côté, la forte concentration moyenne observée en France peut conduire à des effets d'enracinement, tels qu'observés par Thomsen et al. (2006) ou

Boubaker (2007). De plus, certaines recherches montrent un lien non linéaire, que nous avons également envisagé dans l'analyse. Cela nous conduit à formuler l'hypothèse d'une relation non linéaire entre concentration de l'actionnariat et performance financière dans le contexte français :

H1 : la performance financière est associée positivement à la concentration de l'actionnariat jusqu'à un certain niveau de concentration (effet d'alignement), puis négativement au-delà de ce niveau (effet d'enracinement).

Nous testerons le lien entre concentration de l'actionnariat et performance financière à l'aide d'un modèle linéaire dans un premier temps, puis à partir d'un modèle non linéaire.

2.2 Nature de l'actionnariat et performance financière

La nature des actionnaires peut aussi influencer la performance de l'entreprise. En effet, les actionnaires constituent une population hétérogène. Les objectifs et l'horizon de placement d'un investisseur peuvent ainsi varier selon qu'il s'agit d'un actionnaire dirigeant, familial, financier, industriel, ou étatique. De nombreux travaux ont étudié le lien entre la nature de l'actionnariat et la performance de l'entreprise, aux États-Unis principalement, mais aussi dans d'autres contextes plus récemment. Les principaux types d'actionnaires envisagés dans la littérature sont : les dirigeants et salariés, les familles, les financiers et institutionnels, les industriels et l'Etat.

2.2.1 L'actionnariat des dirigeants et des salariés

L'actionnariat des dirigeants et des salariés permet en théorie d'aligner l'intérêt de ces acteurs sur celui des actionnaires. Le dirigeant ou le salarié actionnaire va ainsi être motivé pour maximiser la valeur de l'entreprise, et limiter les décisions destructrices de valeur (théorie de l'alignement). Toutefois, lorsque la part qu'il détient augmente, le dirigeant peut exercer une

influence sur la gouvernance de l'entreprise. Il est alors en mesure de s'attribuer des bénéfices privés, sous forme de rémunérations excessives ou d'avantages en nature. Il peut aussi adopter une stratégie d'enracinement en anesthésiant les mécanismes de gouvernance tels que le conseil de direction, le marché du travail des dirigeants ou le marché des prises de contrôle (Mork, Shleifer and Vishny 1988). Cette stratégie d'enracinement traduit la volonté de conserver le pouvoir et la mainmise sur l'entreprise.

Plusieurs travaux semblent indiquer une relation non linéaire entre l'actionnariat des dirigeants et la performance de la firme. L'association serait d'abord positive, puis le lien entre actionnariat des dirigeants et performance serait négatif à partir d'un certain niveau de détention par les dirigeants. Cette relation a été observée par Han et Suk (1998), Mc Connell et Servaes (1990) aux Etats-Unis, ainsi que Craswell et al (1997) en Australie et Hu et Zhou (2008) en Chine. Des relations voisines, quoique plus complexes, sont obtenues Morck et al (1988) et Hermalin et Weisbach (1991). Dans le contexte espagnol, Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007) constatent que l'actionnariat des administrateurs est associé positivement à la performance, et semble assurer un meilleur contrôle de la firme.

Toutefois, les travaux prenant en compte l'endogénéité de la relation conduisent à des résultats plus mitigés, à l'instar des travaux de Himmelberg et al (1999), Demsetz et Villalonga (2001) aux Etats-Unis, Welch (2003) en Australie et Al Farooque et al. (2007) au Bangladesh. Par ailleurs, les résultats obtenus varient selon la mesure de performance retenue (Q de Tobin ou ROA).

Plusieurs recherches ont analysé le lien entre actionnariat salarié et performance financière de l'entreprise. Hollandts et Guedri (2008) constatent une relation positive sur un échantillon de 150 sociétés cotées françaises. Ginglinger et al (2011) observent aussi ce lien positif sur les entreprises de l'indice SBF 120 pour les valeurs d'actionnariat salarié inférieures à 3%. En revanche, lorsque l'actionnariat salarié dépasse 10%, la relation avec la performance financière

apparaît négative. De même, Kim et Ouimet (2014) observent aux Etats-Unis que les programmes d'attribution d'actions aux salariés de faible ampleur (inférieurs à 5% du capital) ont un impact favorable sur la valeur actionnariale de l'entreprise, alors que les programmes de plus grande ampleur ont des effets plus mitigés. Une relation non linéaire est également constatée au Royaume-Uni par Florackis et al (2009). Ils mettent en évidence un effet d'alignement pour les valeurs d'actionnariat des dirigeants inférieures à 15%, alors qu'aucune relation avec la performance financière n'est observée lorsque l'actionnariat des dirigeants est élevé.

En conclusion, les résultats des études empiriques vont dans le sens d'un lien positif entre la performance financière et l'actionnariat des dirigeants (ou des salariés) pour des niveaux limités de cet actionnariat. En revanche, au-delà d'un certain niveau d'actionnariat des dirigeants (ou des salariés), l'association avec la performance financière semble inexistante, voire négative. Cela nous conduit à formuler l'hypothèse suivante :

H2 : la performance financière est associée positivement à l'actionnariat des dirigeants et salariés jusqu'à un certain niveau de détention, puis négativement au-delà de ce niveau.

Par ailleurs, on peut penser que l'influence de l'actionnariat des dirigeants dépend de leur degré d'implication dans l'entreprise. En particulier, les dirigeants-actionnaires familiaux sont supposés avoir un intérêt à long terme dans l'entreprise.

2.2.2 L'actionnariat familial

L'actionnariat familial constitue le type d'actionnariat le plus répandu au monde (La Porta et al. 1999). Il concerne bien sûr les PME, mais aussi les grandes entreprises cotées. On compte ainsi aux États-Unis plus de 35% de sociétés familiales parmi les 500 plus grandes entreprises (Shleifer et Vishny 1986, Wang 2006), et les deux tiers de sociétés familiales parmi les sociétés cotées françaises (Faccio et Lang, 2002). Comme pour l'actionnariat des dirigeants,

l'actionnariat familial exerce en théorie un effet ambigu sur la performance. Selon la théorie de l'alignement, l'actionnaire familial va privilégier les décisions créatrices de valeur à long terme. Cet horizon à long terme vaut également dans ses relations avec les salariés et les autres parties prenantes. L'actionnaire familial est aussi soucieux de sa réputation, et sera donc moins incité à s'attribuer des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires. En revanche, selon la théorie de l'enracinement, les actionnaires familiaux peuvent souhaiter conserver le pouvoir pour en retirer des bénéfices personnels. Le refus de communiquer de façon transparente, ou de mettre en place des structures de gouvernance efficaces (séparation du poste de président et de directeur général, indépendance des administrateurs) est un moyen pour l'actionnaire familial de s'enraciner.

Les recherches récentes² sur les firmes familiales tendent à montrer que, comparées aux firmes non familiales, elles obtiennent de meilleures performances financières et bénéficient d'un coût de la dette inférieur, à l'instar des travaux de Claessens et al. (2002) et Anderson et Reeb (2003) aux Etats-Unis. Le constat est également opéré par King et Santor (2008) au Canada, par Maury (2006) et Barontini et Caprio (2006) en Europe. En particulier, Barontini et Caprio (2006) constatent une performance financière plus élevée parmi les sociétés familiales françaises, à l'instar des résultats obtenus par Margaritis et Psillaki (2010). Selon Allouche et Amann (1998), la confiance constituerait un facteur explicatif essentiel de la performance des firmes familiales. Cette confiance s'exercerait aussi bien dans les relations entre dirigeants et salariés au sein de l'entreprise familiale, que dans les relations entre l'entreprise familiale et ses parties prenantes.

Plusieurs recherches ont approfondi l'étude de ce lien à partir de modèles non linéaires et/ou de variables modératrices. En Corée, Lee (2004) obtient une relation non linéaire, avec un lien négatif aux extrémités, semblant indiquer un effet d'enracinement à partir d'un certain seuil de

² Une étude plus ancienne de Holderness et Sheehan (1988) observe une mesure du Q de Tobin plus faible parmi les sociétés familiales.

détention par les actionnaires familiaux. Maury (2006) constate ainsi que le supplément de performance associé aux firmes familiales ne concerne que celles où la famille exerce un contrôle actif sur la gestion. Par ailleurs, Villalonga et Amit (2006) soulignent le rôle du fondateur dans la création de valeur, alors que la deuxième génération a au contraire tendance à détruire de la valeur. Ils observent aussi que les mécanismes de gouvernance et de protection des actionnaires minoritaires mis en œuvre au sein des firmes familiales influencent leur performance. De même, King et Santor (2008) constatent que seules les sociétés familiales sans droit de vote multiple bénéficient d'un surplus de performance, comparées aux firmes non familiales.

En conclusion, les recherches empiriques semblent indiquer un lien positif entre actionnariat familial et performance financière, d'où l'hypothèse :

H3 : la performance financière est associée positivement à l'actionnariat familial

2.2.3 L'actionnariat financier et les investisseurs institutionnels

Les investisseurs financiers et institutionnels ont pris au fil des ans une part de plus en plus élevée du capital des sociétés cotées. En France, par exemple, ces investisseurs détenaient en 2013 plus de 32 % des actions françaises de l'indice CAC 40³. Comme pour les autres types d'actionnaires, l'influence des actionnaires financiers et des investisseurs institutionnels sur la performance n'est pas évidente *a priori*. Bien qu'ils soient reconnus comme des investisseurs compétents (Bushee 1998), leur implication dans la gouvernance de l'entreprise va largement dépendre de leur part dans le capital et de leur horizon de placement. Lorsqu'ils détiennent une fraction significative du capital, les actionnaires financiers et institutionnels peuvent exercer un rôle de contrôle délégué (Diamond, 1984) au profit des autres actionnaires. A l'inverse, ils sont souvent accusés de mettre la pression sur les dirigeants et de privilégier un horizon à court

³ Les Echos, 11/07/2013.

terme (Porter 1992). Cela peut inciter les dirigeants à prendre des décisions sous-optimales en termes de création de valeur à long terme.

Plusieurs études ont analysé le rôle des investisseurs institutionnels dans la performance. Les travaux de Han et Suk (1998) et Mc Connell et Servaes (1990) tendent à montrer un lien positif entre l'actionnariat des investisseurs institutionnels et la performance. Al Farooque et al (2007) observent une relation non linéaire qui suggère que les investisseurs institutionnels ne s'investissent dans le contrôle de la firme qu'à partir d'un certain niveau de détention. Le même résultat est obtenu par Sahut et Gharbi (2010) avec le niveau de détention des investisseurs institutionnels français. Enfin, Thomsen et Pedersen (2000) ont distingué les banques des autres actionnaires financiers, et constatent un lien positif entre actionnariat bancaire et performance, à l'instar de Cable (1985) en Allemagne de l'Ouest.

Compte tenu des développements théoriques et empiriques précédents, nous supposons que les actionnaires financiers et institutionnels exerceront un effet favorable sur la performance, dès lors qu'ils détiennent une part suffisamment importante du capital. D'où l'hypothèse suivante :

H4 : la performance financière est associée négativement à l'actionnariat financier et institutionnel, jusqu'à un certain niveau de détention, puis positivement au-delà de ce niveau.

2.2.4 L'actionnariat industriel

L'actionnariat industriel peut être associé à une participation minoritaire ou majoritaire (cas d'une filiale d'un groupe industriel). On trouve ce type de participation au Japon avec les Keiretsu, en Suède et en France avec des groupes industriels. Ce type d'actionnariat peut présenter des inconvénients, tels que le risque de perte de souplesse et des difficultés en matière de gouvernance. Par exemple, Hundley et Jacobson (1998) constatent au Japon que les membres de Keiretsu présentent une moindre performance à l'exportation que les non membres. Toutefois, ce type d'actionnariat se justifie en général par des raisons d'ordre

stratégique, comme par exemple une collaboration industrielle. A l'image de l'actionnaire familial, l'actionnaire industriel s'inscrit donc dans un horizon à long terme. Sa présence au sein de l'actionnariat est *a priori* favorable à la performance, en raison des liens et des échanges industriels associés. Plusieurs travaux empiriques semblent indiquer un lien positif entre l'affiliation à un groupe et la performance financière (Estrin et al., 2009 ; Yu et al., 2009 ; Bamiatzi et al, 2014). Cela nous conduit à formuler l'hypothèse suivante :

H5 : la performance financière est associée positivement à l'actionnariat industriel

2.2.5 L'actionnariat étatique

En France, l'actionnariat étatique tend à diminuer, mais l'Etat reste actionnaire de plusieurs grands groupes cotés (Renault, EADS, Orange...). On peut supposer que les firmes où l'Etat est actionnaire sont davantage soumises à des coûts politiques. En effet, la pression exercée par les organes de gouvernement et de réglementation pour limiter les hausses de prix, pour favoriser l'emploi et le développement durable, pourrait être défavorable à court terme à la performance des entreprises. Par ailleurs, la sélection des dirigeants pourrait répondre à des choix politiques plutôt qu'à une volonté d'optimiser la performance de l'entreprise (Boycko et al, 1996). A l'inverse, la garantie apportée par l'Etat peut jouer un rôle favorable et limiter, pour les firmes où l'Etat est actionnaire, le coût d'accès aux capitaux.

Les recherches empiriques, essentiellement conduites dans le contexte chinois, tendent à indiquer un lien négatif entre actionnariat étatique et performance financière de l'entreprise. Thomsen et Pedersen (2000) étudient un échantillon de 435 grandes entreprises européennes, et observent un lien négatif entre la performance financière (mesurée par le market to book et le ROA) et l'actionnariat étatique, comparativement à l'actionnariat institutionnel. Dans le contexte chinois, Gunasekarage et al (2007) constatent que le lien négatif est significatif seulement pour les valeurs élevées d'actionnariat. Par ailleurs, plusieurs recherches observent

une relation non linéaire entre actionnariat étatique et performance financière. Sun et al (2003) obtiennent une relation concave entre actionnariat étatique et performance de marché. La plupart des études concluent à une relation convexe (en forme de U) entre actionnariat étatique et performance financière, semblant montrer d'abord un lien négatif pour les faibles niveaux de détention, puis un lien positif au-delà de ce niveau (Wei et al, 2005 ; Tian et Estrin, 2008 ; Ng et al, 2009). Ces différents résultats nous conduisent à formuler l'hypothèse suivante :

H6 : la performance financière est associée négativement à l'actionnariat étatique

En conclusion, les nombreuses recherches testant le lien entre la nature des actionnaires et la performance financière aboutissent à des résultats rarement tranchés, et souvent complexes. Le résultat le plus consensuel concerne l'actionnariat familial, qui semble associé à une meilleure performance. Compte tenu des conclusions des études empiriques, et de la spécificité du contexte français, nous allons par conséquent étudier le lien entre nature des actionnaires et performance financière en utilisant, comme pour l'étude de la concentration, un modèle linéaire dans un premier temps, puis un modèle non linéaire.

3 Méthodologie

L'échantillon étudié est composé de 238 sociétés françaises du SBF250 sur la période 2004-2008, soit un total de 1 190 observations. La période considérée permet de compléter les travaux précédents dans le contexte français qui portent sur des périodes antérieures⁴ ou moins étendues⁵. La collecte manuelle des données d'actionnariat à partir des rapports annuels nous a contraints à limiter la période d'étude à 5 exercices, qui couvrent des années de croissance

⁴ Charreaux (1991), Mtanios et Paquerot (1999) et Margaritis et Psillaki (2010) étudient respectivement les périodes 1974-1979, 1991-1995 et 2002-2005.

⁵ Sahut et Gharbi (2010) étudient la période 2006-2008.

(2004-2006) et de difficultés économiques (2007-2008). Nous présentons d'abord la méthodologie relative aux variables d'actionnariat, puis celle relative aux mesures de performance et aux variables de contrôle.

3.1 Données sur l'actionnariat des sociétés

Les données concernant l'actionnariat des sociétés ont été collectées à partir des rapports annuels ou des documents de référence. Certaines données sur le pourcentage de droit de vote n'étant pas disponibles, le pourcentage de détention a été retenu pour l'ensemble des sociétés. La précision des données collectées dépend donc des rapports annuels, dont certains font état de détentions faibles de l'ordre de 1% alors que d'autres ne délivrent aucune information pour des actionnaires n'ayant pas franchi le seuil de déclaration de 5%. Au total, 12 sociétés ne fournissent pas suffisamment d'information pour figurer dans l'échantillon, ce qui ramène l'échantillon à 238 sociétés. D'autre part, certaines sociétés ne fournissent pas de données actionnariales sur certaines années, en général parce qu'elles n'étaient pas cotées (par exemple Suez avant 2007 ou Europacorp avant 2006). Quatorze observations sont donc manquantes, ce qui explique le nombre d'observations total de 1 176 observations.

Le tableau 2 reprend et décrit l'ensemble des variables utilisées, et le tableau 3 présente les statistiques descriptives de l'échantillon.

Insérer le tableau 2 ici

Insérer le tableau 3 ici

Les trois premiers actionnaires ont été identifiés et les variables ACT1, ACT2 et ACT3 mesurent le pourcentage détenu par chacun d'eux. Ainsi, sur l'échantillon, le premier actionnaire détient en moyenne 38,8% du capital, le second 9,9% et le troisième 4,6%.

Au-delà de cette mesure de détention, nous avons cherché à mesurer le pourcentage de détention de différents types d'actionnaires identifiés, notamment les personnes individuelles ou la famille (variable FAM), les sociétés financières, d'assurance, les banques et sociétés d'investissement (variable FIN), les sociétés de type industriel (variable IND), les dirigeants et salariés (MAN), l'Etat (ETA) et l'auto-détention (AUTO). Cette classification est proche de celle retenue par Thomsen et Pedersen (2000) mais chacune de ces variables n'est pas dichotomique et cumule donc les pourcentages détenus par les actionnaires identifiés.

La catégorie d'actionnaires la plus représentée au sein de l'échantillon se révèle être les actionnaires familiaux qui détiennent en moyenne 24,7% des parts. Ce pourcentage englobe les parts détenues à la fois directement et celles par le biais de holdings dont les détenteurs principaux ne sont autres que les dirigeants de l'entreprise. Le deuxième type d'actionnaire le plus représenté est l'actionnaire financier, avec en moyenne 16,5% des parts détenues. Ce deuxième type d'actionnaires, qui détient une grande part lorsqu'il est agrégé, se révèle cependant largement morcelé, chaque actionnaire détenant souvent une faible part du capital. D'autre part, du fait de la non déclaration au-dessous du seuil de 5%, on peut penser que le chiffre de 16,5% minimise le poids total de cette nature d'actionnaire. La troisième catégorie d'actionnaires est l'actionnaire de type industriel, avec une part de détention de 11,6%. De façon plus marginale, l'Etat détient en moyenne 3,2% des sociétés de l'échantillon, le management et les salariés, 1,7% et moins de 1% est auto-détenu par l'entreprise.

3.2 Données sur la performance et variables de contrôle

Afin de mesurer la performance de l'entreprise, à l'instar de Thomsen et Pedersen (2000) nous avons utilisé deux variables : une variable d'ordre comptable, la rentabilité des actifs (ROA) et une variable de valorisation par le marché (Q de Tobin). Comme le soulignent Demsetz et Villalonga (2001), les deux variables ne mesurent pas les mêmes aspects de la performance

selon deux critères : l'aspect temporel et le façonnement de la mesure. D'un point de vue temporel, le ROA mesure une performance comptable passée alors que le Q de Tobin est orientée par les anticipations des investisseurs. D'autre part, si le ROA est le fruit des contraintes professionnelles en matière de présentation de résultat, le Q de Tobin intègre la psychologie des investisseurs dans la valorisation des actions des sociétés. Les deux approches sont donc complémentaires et permettent des mesures différentes de la performance, avec une corrélation entre les deux mesures d'environ 0,5.

Les données utilisées proviennent de la base de données FactSet et concernent les valeurs de fin d'année. Le ROA est calculé comme le ratio Excédent Brut d'Exploitation /Total de l'actif⁶.

Le Q de Tobin pouvant être approximé de différentes façons, nous avons retenu l'approche de Demsetz et Villalonga (2001) :

$$\text{Q de Tobin} = \frac{(\text{Valeur de marché des capitaux propres} + \text{Valeur comptable de la dette})}{\text{Valeur comptable du total des actifs}}$$

Afin d'éviter que les résultats ne soient influencés par des valeurs extrêmes, nous avons isolé les observations extrêmes de ROA au-delà de trois écart-types et retenu le logarithme népérien du Q de Tobin. Sur l'ensemble des observations, le ROA moyen se situe à 5,1% et le logarithme népérien du Q de Tobin moyen à 1,18.

D'autre part, nous avons utilisé les variables de contrôle retenues dans la littérature : la taille, mesurée comme le logarithme népérien du total de l'actif (Crashwell et al., 1997; Sahut et Gharbi, 2010), le secteur selon la nomenclature ICB de premier niveau (Sahut et Gharbi, 2010), la structure du capital mesurée comme le total de la dette divisé par le total des actifs

⁶ Comme le souligne un des réviseurs, le résultat net comprend une composante discrétionnaire. Par conséquent, nous avons utilisé l'EBE pour le calcul du ratio.

(Crashwell et al., 1997 ; Demsetz et Villalonga, 2001), la dynamique de l'entreprise approximée par le taux de croissance des ventes par rapport à l'année précédente (Charreaux, 1991; Margaritis et Psillaki, 2010) et enfin une variable dichotomique permet de capturer l'effet conjoncturel lié à l'année d'étude.

Le tableau de corrélation (tableau 4) fait apparaître une relation positive entre les mesures de performance et le pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire (ACT1), le pourcentage cumulé détenu par les familles (FAM) et la croissance des ventes (VENT). En revanche, le lien semble négatif avec la part détenue par le troisième actionnaire (ACT3), le pourcentage cumulé détenu par les sociétés financières (FIN), l'Etat (ETA), et la taille de la société (TAIL). Par ailleurs, plusieurs variables explicatives sont corrélées entre elles. Ainsi, la part détenue par le premier actionnaire (ACT1) est associée positivement avec l'actionnariat familial (FAM), lequel est associé négativement à l'actionnariat industriel (IND) et à la taille de l'entreprise (TAIL).

Insérer le tableau 4 ici

4 Résultats

Nous présentons d'abord les résultats relatifs au lien entre performance et concentration de l'actionnariat (4.1), puis les résultats relatifs au lien entre performance et nature de l'actionnariat (4.2), et enfin une représentation synthétique du lien entre performance et part détenue par les trois principaux actionnaires (4.3).

4.1 Performance financière et concentration de l'actionnariat

Afin de mesurer l'association entre concentration de l'actionnariat et performance, nous avons introduit les niveaux de détention par le premier, le second et le troisième actionnaire (variables ACT1, ACT2 et ACT 3), comme variables explicatives de la performance, mesurée par le Q de Tobin d'une part, et par le ROA d'autre part. Un modèle linéaire a d'abord été testé, mais il ne conduit pas à des résultats significatifs. En revanche, à l'instar de plusieurs recherches comparables (Thomsen et Pedersen, 2000; Margaritis et Psillaki, 2010), une modélisation non linéaire a été envisagée. Les variables carrées des variables ACT1, ACT2 et ACT 3, ont été intégrées dans le modèle. Les résultats de ce test sont présentés dans le tableau 5. Afin de contrôler les problèmes d'hétéroscédasticité, nous avons procédé à des régressions avec un *clustering* par firmes (Petersen, 2009).

Insérer le tableau 5 ici

Afin de mieux appréhender la relation, la figure 1 propose une représentation graphique issue des coefficients obtenus dans le tableau 5, toutes choses égales par ailleurs. Il apparaît que la part détenue par le premier actionnaire est associée positivement avec la performance jusqu'à un certain niveau de détention, puis est associée négativement avec la performance au-delà de ce seuil⁷. Ces résultats laissent à penser qu'au-delà d'un certain niveau, la concentration du principal actionnaire est défavorable à la performance, conformément à l'hypothèse d'enracinement des actionnaires de contrôle. Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Margaritis et Psillaki (2010) sur un échantillon de sociétés françaises industrielles, essentiellement composé de PME. Ils vont dans le sens de l'hypothèse 1 formulée précédemment.

⁷ L'optimum est de 22,4 % lorsque la performance est mesurée à partir du Q de Tobin et de 44,0% lorsque la performance est mesurée à partir du ROA.

Insérer la figure 1 ici

Ensuite, les résultats obtenus pour les deuxième et troisième actionnaires (tableau 5) laissent aussi apparaître une relation curvilinéaire, mais cette fois-ci convexe. La concentration du deuxième (ou du troisième) actionnaire est d'abord associée négativement avec la performance de l'entreprise, puis positivement au-delà d'un certain seuil de détention. Il semblerait que l'influence favorable du deuxième ou troisième actionnaire sur la performance n'apparaisse qu'à partir d'un certain pourcentage de détention par ces actionnaires⁸. Dans la mesure où ces actionnaires sont minoritaires par rapport au principal actionnaire, leur motivation et leur capacité à agir sur les décisions et le contrôle de l'entreprise supposent la détention d'une part suffisamment importante du capital. En revanche, lorsqu'ils détiennent une faible part du capital, ils ne seront pas en mesure d'exercer une influence favorable sur le devenir et la performance de l'entreprise.

Concernant les autres variables introduites dans la régression, la taille est associée négativement à la performance financière⁹, alors que celle-ci est associée positivement avec l'appartenance aux secteurs Santé (ICB4) et Télécommunications (ICB6). Les variables années apparaissent positivement significatives, l'année 2008 de référence correspondant à une année de crise.

4.2 Nature de l'actionnariat et performance financière

En complément de l'analyse de la concentration de l'actionnariat, nous avons analysé le lien entre la nature des actionnaires et la performance de l'entreprise. Pour cela, nous avons introduit dans la régression le pourcentage cumulé de capital détenu par chaque type d'actionnaire : familial, financier, industriel, dirigeants et salariés, étatique et auto-détenteur.

⁸ Les seuils mesurés pour le deuxième (troisième) actionnaire sont de 14.6% (16.1%) lorsque la performance est mesurée à partir du Q de Tobin et de 13.9% (11.6%) lorsque la performance est mesurée à partir du ROA.

⁹ Cette relation sera observée dans toutes les régressions de notre étude.

Comme pour l'étude de la performance, la modélisation linéaire ne fournit pas de résultats significatifs. C'est pourquoi nous avons utilisé un modèle non linéaire, dont les résultats sont présentés dans le tableau 6.

Insérer le tableau 6 ici

Les résultats sont significatifs pour l'actionnariat financier. Il apparaît une relation convexe entre la part détenue par les actionnaires financiers et la performance de l'entreprise. Il semblerait que l'influence favorable de ce type d'actionnaire n'apparaisse qu'au-delà d'un certain niveau de détention. Ce résultat est identique à celui obtenu par Al Farooque *et al* (2007) au Bangladesh. Il va dans le sens du rôle de contrôle délégué attribué souvent aux institutions financières (Diamond, 1984), et corrobore l'hypothèse 4 formulée précédemment.

En revanche, lorsque les détenteurs financiers sont faiblement représentés, le lien entre la part de capital qu'ils détiennent et la performance est négative.

Les résultats concernant les autres types d'actionnaires (dirigeants et salariés, famille, industriels, Etat, autodétention) apparaissent non significatifs. Dans la mesure où les variables de nature d'actionnariat sont des variables cumulées, et de façon à faire le lien entre concentration et nature de l'actionnariat, nous avons conduit une analyse complémentaire afin de savoir si la nature de l'actionnaire principal influence les résultats obtenus. Nous avons donc construit des variables binaires pour isoler la nature du principal actionnaire pour chaque observation de l'échantillon. Par exemple, la variable MAJFAM est égale à 1 si le premier actionnaire est familial, et à 0 sinon. Les variables isolant les observations dont le principal actionnaire est financier ou industriel sont construites sur le même principe¹⁰. Nous avons ensuite multiplié ces variables par les variables de concentration ACT1, ACT2 et ACT3, afin

¹⁰ Les résultats étant non significatifs pour les autres types d'actionnaires, seule la régression où l'actionnaire principal est familial est présentée.

de voir si les résultats obtenus précédemment dépendent de la nature de l'actionnaire principal. La régression conduite pour les sociétés dont l'actionnaire principal est familial est présentée dans le tableau 7.

Insérer le tableau 7 ici

Les résultats montrent que la relation curvilinéaire observée pour le premier actionnaire est observée uniquement lorsque le premier actionnaire est familial¹¹. Les résultats étant non significatifs lorsque le premier actionnaire est financier ou industriel¹². De même, les résultats obtenus pour le deuxième actionnaire concernent les situations où le premier actionnaire est familial. Dans ce cas, compte tenu de la forte concentration de l'actionnariat familial, le deuxième actionnaire ne pourra exercer un contre-pouvoir face à l'actionnaire principal familial qu'à partir d'un certain niveau de détention.

4.3 Seuils de concentration et performance financière : une représentation synthétique

Enfin, de façon à présenter nos résultats de manière condensée, nous avons tenté de modéliser la relation entre la concentration, mesurée à partir de la fraction cumulée des trois premiers actionnaires, et la performance de la firme. Compte tenu des relations observées de nature curvilinéaire, mais de courbure différentes pour le premier actionnaire et les deuxième et troisième actionnaires, nous avons anticipé une double inflexion lorsque que l'on cumule les parts détenues par les trois premiers actionnaires. Cela nous a conduit à une modélisation non linéaire dans laquelle nous avons introduit la variable ACT123 (cumul des parts détenues par les 3 premiers actionnaires), ainsi que les variables carrée et cube de la variable ACT123. Les résultats de cette modélisation sont présentés dans le tableau 8.

¹¹ Les seuils mesurés pour l'actionnaire principal familial sont de 42.6% lorsque la performance est mesurée à partir du Q de Tobin et de 46.6% lorsque la performance est mesurée à partir du ROA

¹² Les trois autres types d'actionnaire (managérial, étatique et auto-détenteurs) étant très rarement le principal actionnaire, seuls les types d'actionnaires familial, financier, et industriel ont été étudiés.

Insérer le tableau 8 ici

La figure 2 propose une représentation graphique de la relation obtenue dans les régressions du tableau 8, toutes choses égales par ailleurs. Lorsque l'on cumule la part des trois principaux actionnaires, il apparaît d'abord que la concentration est associée négativement avec la performance jusqu'à un premier seuil de détention, puis positivement jusqu'à un second seuil, à partir duquel le lien entre concentration et performance redevient négatif¹³.

Insérer la figure 2 ici

La première partie de la courbe correspond à un actionnariat dilué où le contrôle exercé par les principaux actionnaires est diffus. La deuxième partie de la courbe met en évidence un lien positif entre la concentration et la performance. Elle correspond aux cas où les principaux actionnaires (notamment le premier et le second actionnaire) détiennent un pourcentage suffisant pour mettre en œuvre un contrôle efficace sur l'entreprise. Or nous avons observé qu'au-delà d'un certain niveau de détention la concentration du deuxième (et du troisième) actionnaire (10 à 15% selon les mesures) est associée positivement à la performance. Conjugué à un actionnaire principal qui détient une part inférieure à 40%, et donc dont la concentration est associée positivement à la performance, l'augmentation de la concentration des trois premiers actionnaires va être reliée positivement à la performance¹⁴. Toutefois, au-delà d'un certain niveau, on constate un lien négatif, qui pourrait s'expliquer par l'enracinement excessif du premier actionnaire, dès lors qu'il détient une part importante, voire majoritaire du capital.

¹³ Les premiers et deuxièmes seuils mesurés sont de 28.2% et 73% lorsque la performance est mesurée à partir du Q de Tobin, et de 38% et 62% lorsque la performance est mesurée à partir du ROA.

¹⁴ Dans cette zone, l'augmentation de la concentration cumulée des trois premiers actionnaires (de 38% à 62%) est associée une augmentation du niveau du ROA d'environ 2%.

Au total, on observe donc une courbe en forme de N inversé entre la concentration (mesurée à partir des trois premiers actionnaires) et la performance financière de l'entreprise.

5 Conclusion

L'objectif de notre recherche était d'étudier le lien entre la performance financière et la structure de l'actionnariat des sociétés cotées françaises. Cette étude nous a semblé intéressante pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'analyse de la littérature laisse à penser à un lien complexe et dépendant du contexte de l'étude. Or, le contexte français, caractérisé par une forte concentration de l'actionnariat et une présence importante des actionnaires familiaux, financiers, et industriels, a été peu exploré. Enfin, notre recherche s'intéresse à la fois à la concentration et la nature de l'actionnariat, et envisage différentes catégories d'actionnaires : familial, financier, industriel, managérial et salarié, et étatique.

Les analyses sont conduites sur un échantillon de sociétés cotées de l'indice SBF 250 sur la période 2004-2008. Les résultats soulignent que la part détenue par le principal actionnaire est associée positivement avec la performance jusqu'à un certain seuil de détention, puis négativement au-delà de ce seuil, évalué entre 23% et 44% selon les mesures de performance. Ces résultats sont cohérents avec ceux obtenus dans le contexte français par Kirchmaier et Grant (2005) sur un échantillon de 97 sociétés cotées et par Margaritis et Psillaki (2010) sur un échantillon de PME. Cette relation curvilinéaire (en forme de U inversé) semble indiquer un effet d'alignement dans un premier temps, puis un effet d'enracinement lorsque le premier actionnaire détient une fraction importante du capital.

Concernant les deuxième et troisième actionnaires, la relation avec la performance est également curvilinéaire, mais convexe (en forme de U). Le lien entre la fraction de capital détenue par ces actionnaires et la performance n'est positif qu'au-delà d'un certain niveau de

détention (entre 11% et 16% selon les mesures de performance). Lorsque l'on mesure la concentration par le cumul de la part détenue par les trois premiers actionnaires, on observe une relation en forme de N inversé, montrant que le lien avec la performance n'est positif que pour des niveaux intermédiaires de concentration, situés entre 30% et 70% de détention par les trois principaux actionnaires.

Les résultats relatifs au lien entre nature de l'actionnariat et performance montrent d'abord que la relation curvilinéaire observée pour le premier actionnaire n'est significative que dans le cas d'un actionnaire principal familial. Cet actionnariat familial est associé positivement à la performance financière, jusqu'à un certain niveau évalué entre 42% et 46% selon les mesures de performance. Au-delà de ce niveau, le lien est négatif, conformément à l'hypothèse de l'enracinement. A l'inverse, il apparaît qu'au-delà d'un certain seuil de détention, les actionnaires financiers peuvent influencer favorablement la performance de l'entreprise. Ce résultat est en accord avec les travaux de Al Farooque et al (2007).

Ces résultats présentent des implications en termes de gouvernance d'entreprise. Ils soulignent le rôle de contrôle dévolu au premier actionnaire, mais aussi le risque associé à un enracinement de cet actionnaire principal. Cela vaut principalement lorsque le premier actionnaire est familial, cas le plus répandu en France. Ils montrent aussi le contre-pouvoir exercé par le second actionnaire, dès lors qu'il détient une part importante du capital. Ce rôle peut être dévolu aux actionnaires financiers, très présents dans l'actionnariat des grandes sociétés françaises.

Plusieurs voies d'amélioration et d'analyses complémentaires sont possibles dans le prolongement de cette recherche. Tout d'abord, sur le plan méthodologique, la prise en compte d'une relation endogène entre la structure de l'actionnariat et la performance serait envisageable. Ensuite, afin de mieux comprendre l'interaction entre la concentration et la nature de l'actionnariat, une étude de la nature des deuxième et troisième actionnaires

permettrait d'affiner l'analyse. Enfin, la prise en compte d'autres facteurs de gouvernance constitue une voie d'amélioration et permettrait d'affiner l'interprétation des résultats.

Bibliographie

- Al Farooque O., van Zijl T., Dunstan K. et Waresul Karim A. K. M. (2007), « Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh », *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, vol.14, p. 127-150.
- Allouche J., et Amann B. (1998), « La confiance: une explication des performances des entreprises familiales », *Economies et sociétés*, vol. 32, 129-154.
- Alonso-Bonis S. et de Andrés-Alonso P. (2007), « Ownership structure and performance in large spanish companies: Empirical evidence in the context of an endogenous relation », *Corporate ownership and control*, vol 4, n° 4, p. 206-216.
- Anderson R. et Reeb D. (2003), « Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol.58, n°3, p. 1301-1327.
- Bamiatzi V., Cavusgil S. T., Jabbour L., et Sinkovics R. (2014), « Does business group affiliation help firms achieve superior performance during industrial downturns? An empirical examination », *International Business Review*, vol. 23, n°1, p. 195-211.
- Barontini R., et Caprio L. (2006), « The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. », *European Financial Management*, vol. 12, n° 5, p. 689-723.
- Beneish M. (1997), « Detecting GAAP violation: implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol.16, n°3, p. 271-309.
- Berle A., et Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, New York.
- Boubaker S. (2007), « Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France », *Multinational Finance Journal*, vol 11, n° 3-4, p. 211-252.
- Boubakri N., Cosset J.C., Guedhami O. (2005), « Investor Protection, Corporate Governance and Privatization », *Journal of Financial Economics*, vol.76, p. 369-300.
- Boycko M., Shleifer A., et Vishny R. W. (1996). « A theory of privatisation », *The Economic Journal*, p. 309-319.
- Bushee B. (1998), « The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behaviour », *The Accounting Review*, vol.73, n°3, p. 305-333.
- Cable J. (1985), « Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks », *Economic Journal*, vol. 95, n°377, p. 118–132.
- Charreaux G. (1991), « Structures de propriété, relations d'agence et performances financières », *Revue économique*, n°3, p.521-552.
- Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°2, p. 57-88.
- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (2002), « Disentangling The Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57, n°6, p. 2741–2771.
- Craswell A., Taylor S. et Saywell R. (1997), « Ownership Structure and Corporate Performance: Australian Evidence », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 5, n°3, p. 301-323.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n°6, p. 1155-1177.
- Demsetz H. et Villalonga, B. (2001), « Ownership Structure and Corporate Performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, p. 209–233.
- Demsetz H. (1983), « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, p. 375–390.

- Diamond D. (1984), « Financial intermediation and delegated monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, p. 393-414.
- Estrin S., Poukliakova S., et Shapiro D. (2009). « The performance effects of business groups in Russia. », *Journal of Management Studies*, vol.46, n°3, 393-420.
- Faccio M. et Lang L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n°3, p. 365–395.
- Fama E. F. et Jensen M. C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n°2, p. 301-325.
- Florackis C., Kostakis A., et Ozkan A. (2009), « Managerial ownership and performance. », *Journal of Business Research*, vol. 62, n°12, p. 1350-1357.
- Ginglinger E., Megginson W., et Waxin T. (2011), « Employee ownership, board representation, and corporate financial policies. », *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n°4, p. 868-887.
- Gunasekarage A., Hess K., et Hu A. J. (2007), « The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies. », *Research in International Business and Finance*, vol. 21, n° 3, p. 379-395.
- Han K.C. et Suk D.Y. (1998), « The Effect of Ownership Structure On Firm Performance: Additional Evidence », *Review of Financial Economics*, vol. 7, n°2, p. 143-155.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S. (1991), « The Effects of Board Composition and Direct Incentives On Firm Performance », *Financial Management*, vol.20, p. 101-112.
- Himmelberg C., Hubbard G. et Palia, D. (1999), « Understanding The Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance », *Journal of Financial Economics*, vol.53, p. 353–384.
- Holderness C. G., et Sheehan D. P. (1988). « The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis. », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 317-346.
- Hollandts X., et Guedri Z. (2008), « Les salariés capitalistes et la performance de l'entreprise ». *Revue Française de Gestion*, n°3, p. 35-50.
- Hu Y. et Zhou X. (2008), « The Performance Effect of Managerial Ownership: Evidence From China », *Journal of Banking and Finance*, vol.32, p. 2099–2110.
- Huang W., et Boateng A. 2013, « The role of the state, ownership structure, and the performance of real estate firms in China », *Applied Financial Economics*, vol. 23, n°10, p. 847-859.
- Hundley G et Jacobson C. K. (1998), « The Effects of The Keiretsu on The Export Performance of Japanese Companies: Help or Hindrance? », *Strategic Management Journal*, vol.19, n°10, p. 927–937.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n°4, p. 305-360.
- Kim E. H. and Ouimet P. (2014), « Employee Stock Ownership Plans: Employee Compensation and Firm Value », *Journal of Finance*, vol. 69, p. 1273-1319.
- King M.R. et Santor E. (2008), « Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms », *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, p. 2423–2432.
- Kirchmaier T. et Grant J. (2005), « Corporate Ownership Structure and Performance in Europe », *European Management Review*, vol.2, n°3, p. 231-245.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer, A. (1999), « Corporate Ownership Around The World », *Journal of Finance*, vol.54, n°2, 471-517.
- Labelle R. et Schatt, A. (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 8, n°3, p. 77-104.
- Lee J.T. (2004), « Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 7, n°4, p. 143-166.

- Margaritis D. et Psillaki M. (2010), « Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance », *Journal of Banking & Finance*, vol.34, p. 621-632.
- Maury B. (2006), « Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations », *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, p. 321-341.
- McConnell J. et Servaes H. (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol.27, p. 595-612.
- Morck R., Scheifer, A. et Vishny, R. W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n°1, p. 293-315.
- Mtanos R., et Paquerot M. (1999), « Structure de propriété et sous-performance des firmes: une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. », *Finance-Contrôle-Stratégie*, vol. 2, n°4, p. 157-179.
- Ng A., Yuce A., et Chen E. (2009). « Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol 17, n°4, p. 413-443.
- Petersen, M. A., 2009, Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches, *Review of financial studies*, vol.22, p. 435-480.
- Porter M.E. (1992), « Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.5, n°2, p. 4-16.
- Sahut J.M. et Gharbi H. O. (2010), « Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms », *International Journal of Business*, vol. 15, n°1, 2010, p. 33-50.
- Shleifer A. et Vishny R. W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol.2, n°2, p. 737-783.
- Shleifer A. et Vishny R.W. (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, 3, p. 461-489.
- Thomsen S. et Pedersen T. (2000), « Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies », *Strategic Management Journal*, vol. 21, p. 689-705.
- Thomsen S., Pedersen T. et Kvist H.K. (2006), « Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems », *Journal of Corporate finance*, vol. 12, p. 246-269.
- Tian L., et Estrin S. (2008), « Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership always reduce corporate value? », *Journal of Comparative Economics*, vol. 36, n°1, p. 74-89.
- Vaaler P. M., et Schrage B. N. (2009), « Residual state ownership, policy stability and financial performance following strategic decisions by privatizing telecoms. », *Journal of International Business Studies*, vol. 40, n° 4, p. 621-641.
- Villalonga B. et Amit R. (2006), « How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, p. 385-417.
- Wei Z., Xie, F., et Zhang, S. (2005), « Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001 », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, n°1, p. 87-108.
- Welch E. (2003), « The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies », *Australian Journal of Management*, vol. 28, n°3, p. 285-306.
- Yu, H., Van Ees, H., et Lensink, R. (2009), « Does group affiliation improve firm performance? The case of Chinese state-owned firms. », *The Journal of Development Studies*, vol. 45, n°10, p. 1615-1632.
- Zhao R. et Millet-Reyes B. (2007), « Ownership Structure and Accounting Information Content: Evidence from France », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 18, n°2, p. 223-246.

Tableau 1. Mesures de performance financière et de structure d'actionnariat dans la littérature

Auteurs	Mesures de performance	Mesures de concentration de l'actionnariat	Mesures de nature d'actionnariat
Al Farooque et al (2007)	Q de Tobin ROA		Capital détenu par les administrateurs et les actionnaires financiers
Alonso-Bonis et Andrés-Alonso (2007)	Q de Tobin	Part de capital détenue par le principal actionnaire, et par rapport aux bornes 20 et 50%	Capital détenu par les administrateurs
Anderson et Reeb (2003)	Q Tobin, ROA		Part de capital détenue par les actionnaires familiaux
Boubakri, et al (2005)	ROA, ROE	Part de capital détenue par les 3 principaux actionnaires, Transformation logarithmique de Demsetz et Lehn (2005) Indice de Herfindhal	
Charreaux (1991)	Mesure de Sharpe Taux de rentabilité économique et des capitaux propres Ratio de Mariis Q de Tobin	Capital détenu par les actionnaires connus	Analyse fondée sur la typologie : sociétés familiales, sociétés contrôlées et sociétés manageriales - Variable familiale - variable sociétés contrôlées
Claessens et al (2002)	Market-to-book ratio of assets	Capital et droits de vote détenus par le principal actionnaire	
Crashwell, et al (1997)	Q Tobin (MBV)		Dirigeants et institutionnels
Demsetz et Lehn (1985)	Rentabilité boursière moyenne	Capital détenu par les 5 et 20 principaux actionnaires, $\log[A5/(100-A5)]$ Indice de Herfindhal	Capital détenu par les 5 premiers actionnaires familiaux et individuels, et par les investisseurs institutionnels
Demsetz et Villalonga (2001)	Q de Tobin moyen ROE	Capital détenu par les 5 principaux actionnaires et $\log[A5/(100-A5)]$	Capital détenu par le top management
Ginglinger et al (2011)	Q Tobin, ROA (à partir du résultat d'exploitation et à partir du résultat net)		Capital détenu par les salariés
Han and Suk (1998)	Rentabilité boursière moyenne ROE		Dirigeants, administrateurs et investisseurs institutionnels (nombre d'actionnaires et parts détenues)

Auteurs	Mesures de performance	Mesures de concentration de l'actionnariat	Mesures de nature d'actionnariat
Himmelberg, et al (1999)	Q de Tobin		Capital détenu par les principaux dirigeants de l'entreprise
Hollandts et Guédri (2008)	Log (capitalisation boursière/valeur nette comptable)		Capital détenu par les salariés
Joon Tae Lee (2004)	Retour sur actifs Rentabilité économique Taux de marge	Groupes coréens caractérisés par une structure à contrôle minoritaire	Actionnariat familial Diversification
Kirchmaier et Grant (2005)	Rentabilité boursière trimestrielle	Capital et de droits de vote détenus par le principal actionnaire	
Margaritis et Psillaki (2010)	Efficience, mesurée à partir de la méthode DEA	Capital détenu par le principal actionnaire OWN1 faible concentration >25%, OWN2 25<<50%, OWN3 >50%	Variables binaires d'identité : sociétés financières, familles,
Mtianos et Paquerot (1999)	Moyenne de l'indice de Sharpe de l'entreprise sur deux ans (rentabilités hebdomadaires)	Part de capital détenue par les 5 premiers actionnaires	Capital détenu par les actionnaires financiers, les actionnaires institutionnels et les dirigeants de l'entreprise
Sahut et Gharbi (2010)	ROE et ROA moyenne sur 3 ans de 2003 à 2005	Part de capital détenue par les 5 premiers actionnaires	Actionnaires dirigeants - Actionnaires institutionnels - Actionnaires salariés - % Capital détenu par les actionnaires institutionnels étrangers - actionnaires institutionnels domestiques et actionnaires salariés
Thomsen et Pedersen (2000)	Q de Tobin, , mesuré à partir du market to book (MBV) Rentabilité des actifs (ROA) Croissance du CA	Capital (et droits de vote) du principal actionnaire	Variables binaires d'identité : banques, familles, personnes physiques, Etat, institutionnels
Welch (2003)	Q de Tobin Rentabilité des capitaux propres (ROE)	Part de capital détenue par les 5 principaux actionnaires	Actionnariat des dirigeants et administrateurs

Tableau 2. Tableau récapitulatif des variables

Variable	Définition
ROA	Rentabilité des actifs : Excédent Brut d'Exploitation / Total actif
Q	Q de Tobin (en logarithme népérien) : (Valeur de marché des capitaux propres + Valeur comptable de la dette) / Valeur comptable du total des actifs
ACT1	Pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire
ACT2	Pourcentage d'actions détenu par le second actionnaire
ACT3	Pourcentage d'actions détenu par le troisième actionnaire
ACT123	Pourcentage d'actions détenu par les trois principaux actionnaires
FAM	Pourcentage de détention cumulé pour les actionnaires familiaux
FIN	Pourcentage de détention cumulé pour les actionnaires financiers
IND	Pourcentage de détention cumulé pour les actionnaires industriels
MAN	Pourcentage de détention cumulé pour les actionnaires managériaux
ETA	Pourcentage de détention cumulé pour les actionnaires étatiques
AUTO	Pourcentage de détention cumulé pour l'autodétention
MAJFAM	Variable binaire égale à 1 si l'actionnaire principal est familial, 0 sinon
TAIL	Taille mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs
END	Endettement: Dette totale/ total actif
VENT	Variation du chiffre d'affaires (Ventes année (i) -Ventes année (i-1)) / Ventes année (i-1)

Tableau 3. Statistiques descriptives des variables

Variable	Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum	Ecart-type	Observations
ROA	0.051	0.044	0.266	-0.176	0.051	1 152
Q	1.180	0.925	11.561	0.031	0.975	1 136
ACT1	0.388	0.365	0.990	0.020	0.228	1 176
ACT2	0.099	0.079	0.374	0.000	0.078	1 176
ACT3	0.046	0.043	0.277	0.000	0.042	1 176
FAM	0.247	0.130	0.943	0.000	0.272	1 176
FIN	0.165	0.080	1.000	0.000	0.215	1 176
IND	0.116	0.000	1.000	0.000	0.210	1 176
MAN	0.017	0.000	0.528	0.000	0.054	1 176
ETA	0.032	0.000	0.990	0.000	0.130	1 176
AUTO	0.009	0.000	0.099	0.000	0.019	1 176
TAIL	21.099	20.687	28.361	15.683	2.109	1 180
VENT	0.418	0.086	126.643	-0.952	4.535	1 082

Avec ROA, la rentabilité des actifs, Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ACT1, ACT2, et ACT3 le pourcentage d'actions détenu par le premier, second et troisième actionnaire respectivement, FAM, FIN, IND, MAN, ETA et AUTO les pourcentages respectifs de détention cumulé pour les actionnaires familiaux, financiers industriels managériaux étatiques et l'autodétention, TAIL la taille de l'entreprise mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs, END, le taux d'endettement, VENT la variation du chiffre d'affaires.

Tableau 4. Tableau de corrélation des variables

Corrélation	ROA	Q	ACT1	ACT2	ACT3	FAM	FIN	IND	MAN	ETA	AUTO	TAIL	END	VENT
ROA	1													
Q	0.492***	1												
ACT1	0.2***	0.096***	1											
ACT2	-0.014	-0.039	-0.194***	1										
ACT3	-0.113***	-0.121***	-0.334***	0.537***	1									
FAM	0.137***	0.076**	0.471***	0.016	-0.007	1								
FIN	-0.096***	-0.079**	-0.106***	0.274***	0.366***	-0.363***	1							
IND	0.058	0.043	0.209***	0.056	-0.082***	-0.427***	-0.17***	1						
MAN	-0.018	-0.09***	-0.1***	0.079**	0.045	-0.175***	-0.054	-0.041	1					
ETA	-0.081**	-0.098***	0.084***	-0.038	-0.035	-0.207***	-0.085***	-0.066**	0.011	1				
AUTO	-0.015	-0.085***	-0.095***	-0.042	0.039	0.001	0.002	-0.149***	0.011	-0.055	1			
TAIL	-0.243***	-0.307***	-0.31***	-0.101***	-0.099***	-0.44***	0.027	0.036	0.077**	0.229***	0.192***	1		
END	-0.159***	0.039	-0.056	0.014	0.036	-0.126***	0.216***	-0.053	-0.027	0.000	0.017	0.204***	1	
VENT	0.113***	0.197***	0.064**	-0.001	0.029	-0.041	0.053	0.109***	-0.013	-0.018	-0.029	-0.048	0.057	1

Avec ROA, la rentabilité des actifs, Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ACT1, ACT2, et ACT3 le pourcentage d’actions détenu par le premier, second et troisième actionnaire respectivement, FAM, FIN, IND, MAN, ETA et AUTO les pourcentages respectifs de détention cumulé pour les actionnaires familiaux, financiers industriels managériaux étatiques et l'autodétention, TAIL la taille de l’entreprise mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs, END, le taux d’endettement, VENT la variation du chiffre d’affaires.

Tableau 5. Régression liant la performance financière et les variables de concentration des trois premiers actionnaires (relation de second degré)

Variable	Q de Tobin	ROA
C	2,639***	0,167***
ACT1	0,501	0,096**
ACT2	-3,679**	-0,221*
ACT3	-4,114**	-0,295*
ACT1CARRE	-1,116*	-0,109**
ACT2CARRE	12,597**	0,794*
ACT3CARRE	12,753*	1,273*
TAIL	-0,115***	-0,005***
END	0,265	-0,032
VENT	0,011**	0,001***
ICB0	-0,021	-0,002
ICB1	-0,074	-0,015
ICB2	-0,058	0,002
ICB3	0,057	-0,006
ICB4	0,455***	0,009
ICB5	0,021	-0,002
ICB6	0,466***	0,017
ICB7	-0,057	-0,018
ICB8	-0,017	-0,001
N	1035	1045
F-statistic	26,575	9,256
Prob(F-statistic)	0,000	0,000
R ² ajusté	0,352	0,148

Les régressions menées incluent un effet fixe année ainsi qu'un clustering par firme afin de corriger les problèmes d'hétéroscédasticité (Petersen, 2009). Avec Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ROA, la rentabilité des actifs, ACT1, ACT2, et ACT3 le pourcentage d'actions détenu par le premier, second et troisième actionnaire respectivement, ACT1CARRE, ACT2CARRE, et ACT3CARRE le carré des variables précédentes, TAIL la taille de l'entreprise mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs, END, le taux d'endettement, VENT la variation du chiffre d'affaires, ICBi une variable dichotomique correspondant au secteur ICB correspondant.

Tableau 6. Régression liant la performance financière et les variables de nature d'actionnariat

Variable	Q de Tobin	ROA
C	2,662***	0,202***
FAM	-0,413	-0,031
FIN	-1,085**	-0,092***
IND	-0,175	0
MAN	-1,674	0,028
ETA	0,755	-0,044
AUTO	1,591	0,465
FAMCARRE	0,042	0,041
FINCARRE	0,737	0,111**
INDCARRE	-0,226	0,003
MANCARRE	0,945	-0,093
ETACARRE	-2,266*	0,04
AUTOCARRE	-40,842	-5,092
TAIL	-0,12***	-0,007***
END	0,282	-0,025
VENT	0,01**	0,001***
ICB0	-0,012	-0,002
ICB1	0,051	-0,006
ICB2	-0,027	0,004
ICB3	0,061	-0,005
ICB4	0,47***	0,01
ICB5	0,064	0,003
ICB6	0,322*	0,023
ICB7	0,052	-0,016
ICB8	0,004	0
N	1035	1045
F-statistic	19,232	6,005
Prob(F-statistic)	0,000	0,000
R ² ajusté	0,331	0,118

Les régressions menées incluent un effet fixe année ainsi qu'un clustering par firme afin de corriger les problèmes d'hétéroscédasticité (Petersen, 2009). Avec Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ROA, la rentabilité des actifs, FAM, FIN, IND, MAN, ETA et AUTO les pourcentages respectifs de détention cumulé pour les actionnaires familiaux, financiers industriels managériaux étatiques et l'autodétention, FAMCARRE, FINCARRE, INDCARRE, MANCARRE, ETACARRE, AUTOCARRE les carrés des variables précédentes, TAIL la taille de l'entreprise mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs, END, le taux d'endettement, VENT la variation du chiffre d'affaires, ICBi une variable dichotomique correspondant au secteur ICB correspondant.

Tableau 7. Régression liant la performance financière et les variables de concentration lorsque la famille est l'actionnaire majoritaire (MAJFAM)

Variable	Q de Tobin	ROA
C	2,101***	0,178***
MAJFAM*ACT1	1,333*	0,123***
MAJFAM*ACT1CARRE	-1,56*	-0,132**
MAJFAM*ACT2	-3,871*	-0,446***
MAJFAM*ACT2CARRE	13,596**	1,527***
MAJFAM*ACT3	-2,719	-0,095
MAJFAM*ACT3CARRE	9,391	0,451
TAIL	-0,104***	-0,006***
END	0,351*	-0,025
VENT	0,01**	0,001***
ICB0	-0,027	-0,002
ICB1	-0,154	-0,017
ICB2	-0,103	0,002
ICB3	-0,003	-0,006
ICB4	0,425***	0,01
ICB5	-0,023	-0,001
ICB6	0,382***	0,015
ICB7	-0,171	-0,021
ICB8	-0,163	-0,003
N	1035	1045
F-statistic	23,459	8,391
Prob(F-statistic)	0,000	0,000
R ² ajusté	0,323	0,135

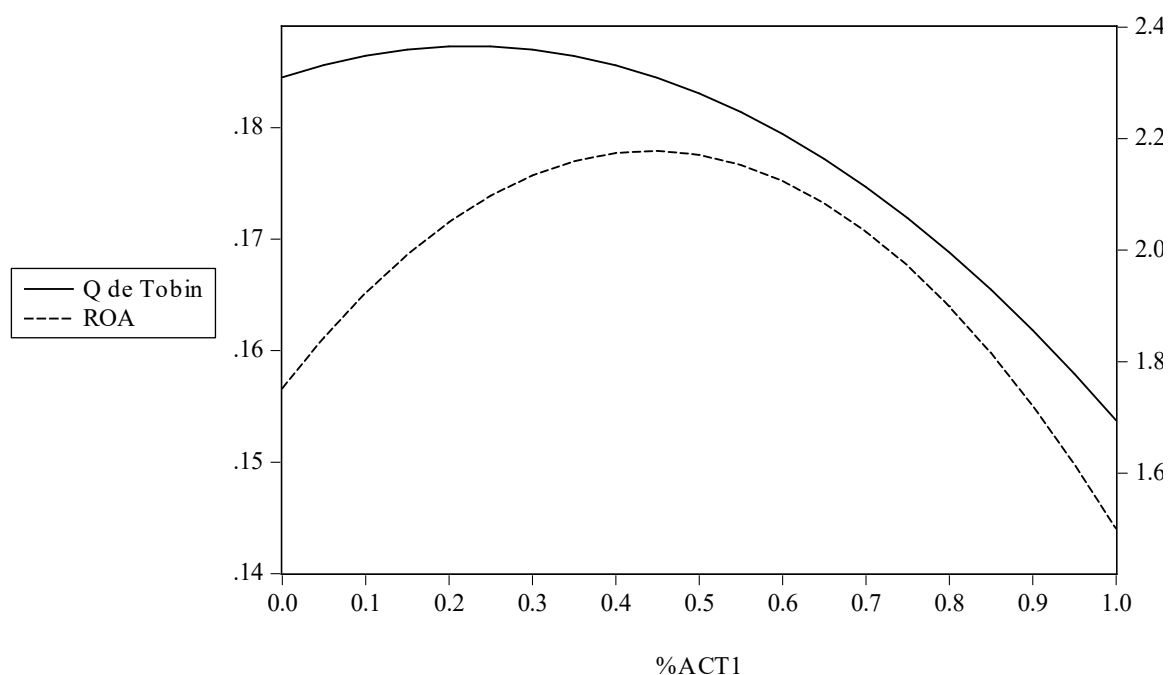
Les régressions menées incluent un effet fixe année ainsi qu'un clustering par firme afin de corriger les problèmes d'hétéroscédasticité (Petersen, 2009). Avec Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ROA, la rentabilité des actifs, ACT1, ACT2, et ACT3 le pourcentage d'actions détenu par le premier, second et troisième actionnaire respectivement, ACT1CARRE, ACT2CARRE, et ACT3CARRE le carré des variables précédentes, MAJFAM est une variable binaire égale à 1 si l'actionnaire principal est familial, 0 sinon, TAIL la taille de l'entreprise mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs, END, le taux d'endettement, VENT la variation du chiffre d'affaires, ICBi une variable dichotomique correspondant au secteur ICB correspondant.

Tableau 8. Régression liant la performance financière et la variable de concentration ACT123 (Relation de troisième degré)

Variable	Q de Tobin	ROA
C	2,576***	0,177***
ACT123	-2,885*	-0,261**
ACT123*ACT123	6,16*	0,641**
ACT123*ACT123*ACT123	-4,121*	-0,422**
TAIL	-0,108***	-0,005**
END	0,285	-0,029
VENT	0,011**	0,001***
ICB0	0,016	0
ICB1	-0,045	-0,014
ICB2	-0,061	0,002
ICB3	0,052	-0,006
ICB4	0,48***	0,01
ICB5	0,03	-0,001
ICB6	0,488***	0,02
ICB7	-0,092	-0,019
ICB8	-0,093	-0,006
N	1035	1045
F-statistic	24,690	8,450
Prob(F-statistic)	0	0,000
R ² ajusté	0,303	0,119

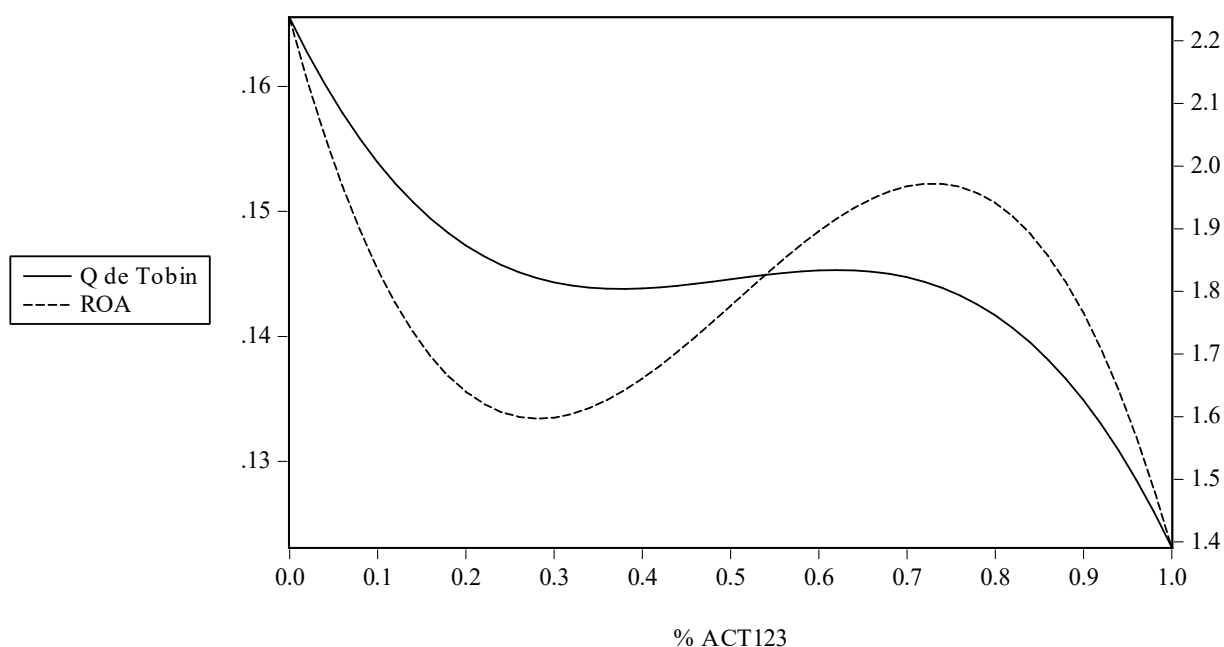
Les régressions menées incluent un effet fixe année ainsi qu'un clustering par firme afin de corriger les problèmes d'hétéroscédasticité (Petersen, 2009). Avec Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ROA, la rentabilité des actifs, ACT123 le pourcentage d'actions détenu par les trois principaux actionnaires, TAIL la taille de l'entreprise mesurée à partir du logarithme népérien du total des actifs, END, le taux d'endettement, VENT la variation du chiffre d'affaires, ICBi une variable dichotomique correspondant au secteur ICB correspondant.

Figure 1. Relation entre performance financière et pourcentage de détention du premier actionnaire



Ce graphique offre une représentation graphique de la relation obtenue dans les régressions du tableau 4, toutes choses égales par ailleurs. Avec Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ROA, la rentabilité des actifs, ACT1, le pourcentage d'actions détenu par le premier actionnaire. L'axe vertical de droite correspond au ROA, celui de gauche au Q de Tobin.

Figure 2. Relation entre performance et pourcentage de détention des trois premiers actionnaires



Ce graphique offre une représentation graphique de la relation obtenue dans les régressions du tableau 7, toutes choses égales par ailleurs. Avec Q, le Q de Tobin (en logarithme népérien), ROA, la rentabilité des actifs, ACT123 le pourcentage d'actions détenu par les trois principaux actionnaires. L'axe vertical de droite correspond au ROA, celui de gauche au Q de Tobin.

Annexe. Liste des sociétés de l'échantillon

1	ABC Arbitrage	61	Dexia	121	Klepierre	181	Sartorius Stedim Biotech
2	Acanthe Developpement	62	EDF Energies Nouvelles	122	Korian	182	Schneider Electric
3	Accor	63	Eiffage	123	L.D.C.	183	Scor SE
4	Aéroports de Paris	64	Electricite de France	124	LaCie	184	SEB
5	Air France-KLM	65	Entrepote Contracting	125	Lafarge	185	Seche Environnement
6	AKKA Technologies	66	Eramet	126	Lagardere S.C.A.	186	Sechilienne-Sidec
7	Alcatel-Lucent	67	Essilor International	127	Lanson-BCC	187	SeLogger.com
8	Ales Groupe	68	Esso-SAF	128	Latecoere	188	Sequana
9	Alstom	69	Etablissements Maurel & Prom	129	Laurent-Perrier	189	SHI (France)
10	Alten	70	Etam Developpement	130	Le Noble Age	190	Societe BIC
11	Altran Technologies	71	Euler Hermes	131	Lectra	191	Societe des Bains de Mer
12	ANF-Immobilier	72	Eurazeo	132	LeGrand	192	Societe des Ciments Francais
13	April Group	73	Euro Disney S.C.A.	133	LINEDATA Services	193	Societe Generale (France)
14	Areva	74	Eurofins Scientific SE	134	LISI Link Solutions for Industry	194	Societe Immobiliere de Location pour l'Industrie et le Commerce
15	Arkema	75	EuropaCorp	135	Locindus	195	Societe Internationale de Plantations d'Heveas
16	Assystem	76	EUROSIC	136	L'Oreal	196	Societe Marseillaise du Tunnel Prado Carenage
17	Atari S.	77	Eutelsat Communications	137	LVL Medical Groupe	197	Societe Sucriere de Pithiviers le Vieil
18	Atos Origin	78	Exel Industries	138	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	198	Sodexo
19	Audika	79	Faiveley Transport	139	M6-Metropole Television	199	Soitec
20	Aurea	80	Faurecia	140	Maisons France Confort	200	Sopra Group
21	Avenir Telecom	81	Fimalac	141	Manitou BF	201	Spir Communication
22	AXA	82	Financiere de l'Odet	142	Manutan International	202	Stallergenes
23	Bastide le Confort Medical	83	Fleury-Michon	143	Meetic	203	Stef-TFE
24	Belvedere	84	Fonciere des Murs S.C.A.	144	Mercialys	204	Store Electronic Systems
25	Beneteau	85	Fonciere des Regions	145	Metabolic Explorer	205	Suez Environnement
26	bioMerieux	86	Fonciere Paris-France	146	Metrologic Group	206	Sword Group SE
27	BNP Paribas	87	France Telecom	147	Michelin	207	Synergie
28	Boiron	88	Gameloft	148	Montupet	208	Technicolor
29	Bolloré	89	Gascogne	149	Mr Bricolage	209	Technip
30	Bonduelle S.C.A.	90	Gaumont	150	Natixis	210	Teleperformance
31	Bongrain	91	GDF Suez	151	Neopost	211	Television Francaise 1
32	Bourbon	92	Gecina	152	Neurones	212	Tessi
33	Boursorama	93	Generale de Sante	153	Nexans	213	Thales
34	Bouygues	94	GFI Informatique	154	Nexity	214	Theolia
35	Bull	95	Gifi	155	NextRadioTV	215	Thermador Groupe
36	Bureau Veritas	96	GL Events	156	NicOx	216	Tonnellerie Francois Freres
37	Camaieu	97	Groupe CRIT	157	NRJ Group	217	Total
38	Canal Plus	98	Groupe Flo	158	Orpea	218	Touax S.C.A.
39	Capgemini	99	Groupe Norbert Dentressangle	159	PagesJaunes Groupe	219	Toupargel Groupe
40	Carrefour	100	Groupe Open	160	Parrot	220	Transgene
41	Casino Guichard-Perrachon	101	Groupe Partouche	161	Pernod Ricard	221	Trigano
42	Catering International & Services	102	Groupe Steria S.C.A.	162	Peugeot	222	Ubisoft Entertainment
43	Cegedim	103	Guerbet	163	Pharmagest Interactive	223	Unibail-Rodamco
44	CeGeREAL	104	Guyenne et Gascogne	164	Pierre & Vacances	224	Union Financiere de France Banque
45	Cegid Group	105	Haulotte Group	165	PPR	225	Valeo
46	CGG Veritas	106	Havas	166	PSB Industries	226	Vallourec
47	Chargeurs	107	Hermes International S.C.A.	167	Publicis Groupe	227	Veolia Environnement
48	Club Mediterranee	108	High Co.	168	Radiall	228	Vetoquinol
49	CNP Assurances	109	Hi-Media	169	Rallye	229	Vicat
50	Compagnie de Saint-Gobain	110	Hiolle Industries	170	Remy Cointreau	230	Viel et Cie.
51	Compagnie des Alpes	111	ICADE	171	Renault	231	Vilmorin & Cie.
52	Compagnie Plastic Omnium	112	Iliad	172	Rexel	232	Vinci
53	Constructions Industrielles de la Mediterranee	113	Imerys	173	Rhodia	233	Virbac
54	Credit Agricole	114	Ingenico	174	Robertet	234	Vivendi
55	CS Communication & Systemes	115	Inter Parfums	175	Rodriguez Group	235	VM Materiaux
56	Danone	116	International Metal Service	176	Rubis	236	Vranken-Pommery Monopole
57	Dassault Systemes	117	Ipsen	177	SAFRAN	237	Wendel
58	Delachaux	118	Ipsos	178	Saft Groupe	238	Zodiac Aerospace
59	Derichebourg	119	JCDecaux	179	SAMSE		
60	Devoteam	120	Kaufman & Broad	180	Sanofi-Aventis		