



EXISTE-T-IL UNE STRUCTURE OPTIMALE DE LA PROPRIÉTÉ DES FIRMES EN TERMES DE PROFIT ?

HUBERT GABRIÉ *

La question du lien entre la structure du capital-actions des firmes et leur rentabilité est récurrente chez les économistes et d'une brûlante actualité, au vu notamment des nombreux scandales récents.

A. Smith, premier « grand » analyste du capitalisme, s'était déjà intéressé à cette question dans *La Richesse des Nations*, affirmant que les grandes entreprises à capital largement diffus seraient fatalement inefficaces. Selon lui, ce type de firmes ne pourrait survivre sur le long terme car leurs dirigeants gèrent l'argent d'autrui et non leur propre argent, « *la négligence et la profusion doivent toujours dominer plus ou moins dans l'administration des affaires de la compagnie* »¹. Cent ans plus tard, K. Marx développa une thèse radicalement différente dans *Le Capital*. Le développement du capitalisme se traduit notamment, dit-il, par « l'essor des sociétés par actions » dont le capital est plus ou moins diffus, essor qui correspond à une transformation très importante du système puisqu'il y a alors « *divorce entre la fonction et la propriété du capital* »². Mais, selon Marx, ces entreprises se comportent comme les firmes capitalistes « classiques » (possédées et gérées par un individu ou une famille) ; elles recherchent aussi le profit maximum, leurs managers n'étant que « *les fonctionnaires du capital* ». Car malgré cette transformation du capitalisme, « *le grand ressort de la production capitaliste* » et « *son but déterminant, la plus grande extraction de plus-value possible* »³, sont toujours les mêmes.

* Université Paris-Dauphine.



La thèse de Marx a été réactualisée en 1974 par deux économistes américains, M. Zeitlin et S. Norich⁴. Ils soulignent notamment le fait que les managers des firmes non contrôlées par des capitalistes détiennent quasiment toujours des montants d'actions des firmes qu'ils dirigent, qu'ils ne sont donc pas de simples salariés et affirment, de plus, que ces managers vivent plus ou moins dans le même milieu social que les capitalistes. Sur ce dernier point, Zeitlin et Norich font leur la fameuse analyse de Wright Mills de « l'élite du pouvoir » aux États-Unis, montrant que « *les dirigeants et les riches ne forment pas deux groupes distincts et nettement séparés* »⁵.

Après Marx, ce n'est que dans les années 1930 que la question fut vraiment remise à l'ordre du jour⁶ par Berle et Means dans leur fameux ouvrage, *The Modern Corporation and Private Property*. Ces théoriciens affirmèrent, on le sait, que dans le capitalisme moderne les grandes entreprises sont de moins en moins « contrôlées » par des capitalistes, leur capital étant souvent largement diffus.

Cette séparation de la propriété et du contrôle a pour eux une conséquence majeure, à savoir qu'il n'est plus sûr du tout que les grandes entreprises soient gérées de façon efficiente à travers la recherche de la maximisation du profit, faute de « véritable incitation » à l'utilisation efficiente des actifs. Car « *ceux qui contrôlent les destinées de l'entreprise moderne typique possèdent une fraction si insignifiante du capital de la société que les bénéfices issus d'une gestion profitable de la firme ne leur reviennent que dans un degré très faible* »⁷.

Cela aurait pu amener Berle et Means à supposer que les firmes « managériales » sont moins profitables que les firmes contrôlées par des capitalistes. Mais ils n'adoptent pas cette hypothèse, contrairement à ce qu'affirment nombre d'économistes. Comme le soulignent à juste raison Demsetz et Lehn⁸, Stigler et Friedland, « *les effets réels de la séparation de la propriété et du contrôle sont en fait laissés indéterminés* »⁹.

En effet, Berle et Means considèrent que la réponse à la question de savoir « *si ceux qui contrôlent les grandes entreprises choisiront d'agir dans l'intérêt des propriétaires, dépend du degré auquel l'intérêt personnel de ceux qui contrôlent peut être en parallèle aux intérêts de la propriété et, dans le cas où ils diffèrent, des contrôles sur l'utilisation du pouvoir qui peuvent être instaurés par des conditions politiques, économiques ou sociales* »¹⁰. Ils soutiennent alors que l'on peut faire deux hypothèses quant à la première variable : soit les managers sont principalement motivés par leur profit personnel, et dans ce cas « *leurs intérêts peuvent aller directement à l'encontre de ceux des propriétaires* », soit ils sont motivés « *par le prestige du succès, et les intérêts des deux parties seront alors en parallèle car le niveau de profit est la mesure traditionnelle du succès* ».



Mais ils ne se prononcent pas sur le degré de réalisme de chacune des deux possibilités et considèrent *in fine* que, de toute façon, le comportement des deux types d'entreprises ne sera guère différent. Ce notamment du fait que la nécessité pour les entreprises de lever de nouveaux capitaux « fixe une limite très nette au degré auquel ceux qui sont en position de contrôle peuvent abuser les fournisseurs de capital ».

Curieusement, du moins *a priori*, le courant dominant en économie a continué à se développer pendant près de trente ans sans accorder le moindre intérêt au livre de Berle et Means¹¹. Ce n'est qu'au tournant des années 60 qu'il influença la théorie néoclassique.

Les craintes de Berle et Means furent en effet transformées alors en certitudes par Baumol, Marris et Williamson, inventeurs de la théorie managériale de l'entreprise. Pour ces théoriciens, les managers des firmes non contrôlées cherchent à maximiser la croissance de leurs firmes ainsi que leurs dépenses discrétionnaires, et non le profit.

Mais la théorie managériale n'a pas été validée par les nombreuses études empiriques et fut, de ce fait, progressivement enterrée, l'un de ses élaborateurs principaux, en l'occurrence Williamson, l'abandonnant d'ailleurs dans ses travaux à partir de 1975.

Nous verrons cependant que certaines des théories les plus récentes sur le lien performance-structure de la propriété ont un certain « parfum » managérialiste, comme le souligne, à juste raison, Hart¹².

Dans les années 70 apparut la théorie de l'agence de Jensen et Meckling, en liaison avec le développement de la théorie des droits de propriété, dont ils sont d'éminents défenseurs. Pour ces théoriciens, seules les firmes possédées à 100 % par un individu qui les gère seraient « parfaitement » efficaces, mais les autres firmes seraient quand même efficaces, « le Nirvana n'existant pas ». Autrement dit, ces autres firmes seraient presque aussi performantes que les firmes capitalistes traditionnelles, ce qui permettrait d'expliquer leur survie. Car leurs dirigeants, bien qu'ils n'aient qu'un intérêt plus ou moins limité (selon le pourcentage de capital qu'ils détiennent eux-mêmes) à maximiser le profit et à minimiser leurs dépenses discrétionnaires, seraient conduits à « presque » maximiser le profit grâce à un ensemble de mécanismes de contrôles directs et indirects sur leur comportement.

La désormais fameuse théorie de Jensen et Meckling, de fait très complexe, a fait l'objet de nombreux commentaires et analyses¹³. Outre le fait que sa validité est impossible à tester empiriquement, car dans les pays capitalistes développés aucune grande entreprise n'est, sauf exception, possédée à 100 % par un individu ou une famille, cette théorie possède de nombreuses faiblesses, notamment d'être floue et ambiguë, ce qui est quasiment toujours passé sous silence. Ceci est important à souligner ici car ce flou et cette ambiguïté sont à la source



des nouvelles théories de Demsetz, et de Morck, Schleifer et Vishny, économistes qui se déclarent partisans de la théorie de l'agence. Ainsi Schleifer et Vishny affirment-ils que leur vision de la gouvernance « est très directement une perspective d'agence »¹⁴ et Demsetz déclare « n'être qu'en léger désaccord » avec Jensen et Meckling.

Puisque Jensen et Meckling font l'hypothèse que les managers qui contrôlent leurs entreprises maximisent une fonction d'utilité à deux variables, les revenus monétaires et « la consommation sur le lieu de travail », on peut très bien considérer qu'un dirigeant possédant 100 % du capital de sa firme fera autant, voire plus, de dépenses discrétionnaires qu'un manager n'en possédant que 51 %, lorsqu'il a une forte préférence pour la consommation au travail, bien qu'il paye cette consommation en totalité. C'est ce que va supposer Demsetz en 1983, en restant dans le cadre de la théorie de l'agence.

On peut aussi supposer, comme vont le faire Morck, Schleifer et Vishny, à l'inverse de Jensen et Meckling, qu'au-delà d'un pourcentage de capital lui assurant le contrôle de sa firme, un dirigeant va avoir tendance à être négligent dans sa gestion, s'estimant largement assez riche.

Quant aux managers qui ne détiennent qu'une faible ou très faible proportion du capital, on peut considérer qu'ils vont être contrôlés par le conseil d'administration et que ce contrôle sera efficace.

C'est ce que va supposer Jensen lui-même en 1983, dans un article cosigné par Fama, considérant que les membres extérieurs du conseil d'administration ont intérêt à bien faire leur travail de contrôle des décisions des dirigeants, du fait que « la valeur de leur capital humain dépend de leur réputation d'experts en contrôle des décisions »¹⁵ des managers.

On peut même, pourquoi pas, supposer, comme l'a fait Fama en 1980¹⁶, que le problème de l'agence est résolu, s'il en était besoin, par l'efficacité du marché des managers.

On peut donc arriver à la conclusion, dans le cadre de la théorie de l'agence, que les firmes managériales sont aussi efficaces que les firmes contrôlées.

Plus généralement, la théorie de l'agence permet en fait, quel que soit le type de firmes envisagées, de dire à peu près tout et son contraire.

C'est donc dans les années 1980 qu'ont été élaborées les deux dernières théories à ce jour sur le lien structure du capital-performance des firmes : d'une part celle de la neutralité de Demsetz (1983), et d'autre part celle de l'enracinement dans sa version « forte », élaborée par Morck, Schleifer et Vishny (1988)¹⁷.

Version forte, car si Schleifer et Vishny sont les inventeurs du concept d'enracinement (*entrenchment*), ils ont développé à partir de ce concept



deux théories différentes. L'une, élaborée dans deux articles de 1988 et 1989¹⁸, n'est, comme ils le soulignent eux-mêmes, qu'une variante de la thèse de Jensen et Meckling. Nous la qualifierons de version « douce » de la théorie de l'enracinement. Dans ces deux articles, Schleifer et Vishny affirment en effet que les dirigeants qui ne possèdent qu'un faible pourcentage du capital de leurs firmes ont tendance, pour assurer leur situation, à « s'enraciner », en « *investissant de façon excessive dans des activités complémentaires à leurs compétences* »¹⁹. Car alors, il devient très difficile pour les actionnaires de les remplacer. Mais comme eux-mêmes l'expliquent, ce comportement n'est qu'« *une version particulière du problème de la relation d'agence définie par Jensen et Meckling* », à savoir que les agents sont incités à agir d'une façon qui ne maximise pas le bien-être du principal.

Alors que, selon Jensen et Meckling, les dirigeants vont notamment privilégier les investissements très risqués en les finançant par la dette, car ils pourront la faire supporter aux autres actionnaires en cas d'échec, selon Schleifer et Vishny, les dirigeants privilégient les investissements dans des activités où leurs compétences peuvent s'exercer.

La version « forte », élaborée en collaboration avec Morck, correspond, elle, à une thèse nouvelle et originale, comme nous allons le voir.

La théorie de la neutralité de Demsetz affirme que la structure de la propriété d'une firme n'a aucune influence sur ses performances ; cette hypothèse n'est en elle-même pas nouvelle puisque Marx la soutenait déjà, comme nous l'avons souligné précédemment. Son originalité réside dans l'argumentation, évidemment très différente de celle de Marx puisque Demsetz est le fondateur de la théorie des droits de propriété, théorie apologétique du capitalisme. Demsetz s'affirme « *en léger désaccord* » avec Jensen et Meckling, car « *il ne croit pas que le recours à une relation d'agence réduit la valeur de la firme pour ses propriétaires* »²⁰. Selon lui, « *la structure de la propriété est un résultat endogène à un processus de maximisation dans lequel n'entre pas seulement en jeu le problème de la dérobade. Une perspective plus large du problème de la structure de propriété optimale rend sans objet les craintes de Berle et Means* ». Le degré de concentration du capital des firmes n'aurait donc aucune influence sur leur performance, qui serait dans tous les cas optimale. Ce degré représenterait simplement « *les différentes manières d'accommoder les goûts particuliers des investisseurs et des managers* »²¹.

La thèse de l'enracinement, dans sa version « forte », fait l'hypothèse que « *les actifs d'une entreprise peuvent avoir une valeur moindre quand ils sont gérés par un individu libre de tout contrôle sur son pouvoir* »²². Autrement dit, Morck, Schleifer et Vishny affirment que les firmes



gérées par un capitaliste possédant un pourcentage du capital assez important pour s'assurer un pouvoir total sans risque d'être remplacé, auront tendance à être moins bien gérées et donc moins efficaces que les autres. Car « avec un contrôle indiscutable, le manager peut satisfaire sa préférence pour un comportement qui ne maximise pas la valeur de la firme », notamment parce qu'il s'estime alors assez riche et préfère obtenir de son entreprise des bénéfices privés ; alors que les managers qui ne possèdent qu'une petite fraction du capital seront, eux, « forcés de maximiser la valeur » par différents mécanismes de contrôle.

Cette nouvelle thèse serait validée par l'étude empirique qu'ils ont réalisée, étude qui fait apparaître une courbe linéaire par morceaux sur la relation entre le degré de concentration de la propriété du capital des firmes et leur valeur de marché. Elle serait partiellement confortée par une autre étude empirique, celle de McConnell et Servaes (1990)²³, qui fait apparaître une courbe non linéaire simple entre le degré de concentration du capital et la valeur des firmes, cette valeur commençant d'abord par croître, pour baisser ensuite à partir d'un degré de concentration autour de 50 %.

Ces deux études sont souvent considérées comme très importantes. Ainsi Short, auteur du *survey* le plus récent sur les études empiriques menées sur le lien performance-structure de la propriété, affirme que « la possibilité d'une relation non linéaire entre la performance des firmes et la propriété du management remet en question la validité des recherches précédentes, et souligne le besoin de nouvelles recherches pour investiguer la nature de la relation entre la propriété et les performances des firmes »²⁴.

Hansman, dans son ouvrage de 1996 qui fait référence, *The Ownership of Enterprise*, présente également la thèse de Morck, Schleifer et Vishny comme étant quasiment indiscutable²⁵.

Ce qui précède nous amène au double objet de cet article.

Notre premier et principal objectif consistera à fournir une analyse critique des deux thèses les plus récentes concernant le lien entre la structure du capital des firmes et leur performance, car elles n'ont curieusement donné lieu jusqu'ici à aucune analyse approfondie, ne faisant l'objet que de quelques remarques plus ou moins critiques²⁶. Cette analyse nous amènera à la conclusion que ces deux thèses sont très peu crédibles.

Demsetz, tout d'abord, ne justifie en fait nullement pourquoi toutes les firmes capitalistes, quelle que soit la structure de leur capital-actions, seraient efficaces et, en particulier, pourquoi les firmes managériales maximiseraient leur profit alors que, pour lui-même comme pour tous les théoriciens des droits de propriété, ces entreprises sont, *a priori*, moins efficaces par le fait que plus le montant du capital détenu par le



dirigeant est faible, « *plus il sera incité à tirer au flanc et à négliger certaines tâches de direction* »²⁷.

La thèse de Morck, Schleifer et Vishny n'est pas plus crédible, ne serait-ce que parce que leur propre étude empirique ne la conforte pas. Nous verrons que les autres études empiriques, notamment les plus récentes « inspirées » par leur thèse, ne la valident pas davantage.

Notre analyse critique nous amènera logiquement à présenter nos idées personnelles quant au lien structure du capital-performance, et donc au second objet de notre article.

Nous défendrons d'abord, globalement, la thèse de la neutralité, tout simplement parce qu'elle est largement validée, comme nous le verrons, par l'ensemble des études empiriques sur le lien structure du capital-performance. Comme le souligne Lawrisky, « *ce n'est pas le type de contrôle per se qui est le facteur critique dans la détermination de la performance des firmes* »²⁸.

Cependant, l'hypothèse de la neutralité génère immédiatement deux questions : (1) Quels arguments permettent d'aboutir à cette conclusion ? Si ceux de Demsetz à cet égard ne sont nullement recevables, ceux de Marx sont quelque peu simplistes. (2) Si la structure de la propriété n'influence pas la profitabilité des firmes, comment expliquer alors leurs différences de taux de profit ? Pour nous en tenir ici à la seconde question, nous soutiendrons la thèse selon laquelle, si les déterminants de la performance d'une entreprise sont certes nombreux, deux variables rarement mises en exergue nous paraissent jouer un rôle significatif : les compétences spécifiques de chaque entreprise, produits de son histoire, et les capacités des dirigeants.

LES NOUVELLES THÈSES

La thèse de la neutralité de Demsetz

Dans l'introduction de son article de 1983, Demsetz déclare être en désaccord partiel non seulement avec Berle et Means, mais également avec « la littérature » plus récente, notamment celle de Jensen et Meckling ; il affirme alors, comme on l'a vu, que « *la structure de la propriété de la firme est un résultat endogène à un processus de maximisation* », et que les craintes de Berle et Means sont « non avenues ».

À travers ces affirmations, Demsetz va en fait défendre deux thèses dans son article : en premier lieu et surtout, celle de la neutralité de la structure de la propriété quant aux performances des firmes, autrement dit l'hypothèse que les firmes à capital plus ou moins diffus sont aussi efficaces que les firmes capitalistes classiques ; en second lieu, celle selon laquelle la coexistence de ces types d'entreprises résulterait essentiellement des « goûts particuliers » des capitalistes et des managers salariés ;



les différents degrés de diffusion permettraient de satisfaire leurs préférences particulières et seraient donc « socialement » avantageux.

Nous examinerons successivement ces deux thèses qui s'avèrent très peu crédibles. Demsetz critique d'ailleurs lui-même, implicitement, sa thèse de la neutralité dans les dernières pages de son article, comme nous le verrons.

La consommation au travail des dirigeants et l'efficacité de toutes les firmes

Par consommation au travail, Demsetz entend tous les « agréments » que s'octroie ou peut s'octroyer un dirigeant d'entreprise : non seulement les dépenses discrétionnaires « classiques » telles que l'embauche de belles secrétaires en surnombre, la fréquentation de restaurants de luxe, mais également l'embauche « *de gens qui pratiquent une religion particulière ou d'une couleur de peau particulière, d'amis* », même s'ils ne sont pas très compétents, la valorisation d'une forte croissance aux dépens de la rentabilité, ou encore le manque d'ardeur dans son activité gestionnaire.

Selon Demsetz, cette consommation au travail ne change rien au fait que toutes les firmes, qu'elles soient dirigées par un capitaliste ou un salarié, minimisent leurs coûts de production et maximisent donc leur profit, comme l'enseigne la théorie néoclassique standard. Et ce bien que cette théorie « simplifie la réalité » en considérant que les agents économiques ne sont que des producteurs dans l'entreprise et qu'ils ne consomment qu'à l'extérieur grâce à leur revenu ; ces agents peuvent en fait aussi bien consommer à l'intérieur de la firme. Et en général ils le feront car cela leur permet de satisfaire des désirs qu'ils ne peuvent assouvir à l'extérieur.

Pour étayer son affirmation, Demsetz développe une argumentation en deux phases, considérant que l'on peut diviser la consommation au travail d'un dirigeant en deux parties : la consommation connue et celle « inconnue ». Par consommation inconnue, il entend les agréments que s'accorde un dirigeant et qui ne sont pas immédiatement appréciables ; ces agréments sont mesurables mais avec des coûts de contrôle plus ou moins importants.

Bien que cette division soit discutable (existe-t-il des consommations au travail dont l'appréhension ne nécessite aucun coût d'information et de contrôle ?), nous la reprendrons pour faciliter l'exposé et la critique des arguments de Demsetz.

La consommation au travail connue

Pour cette consommation, Demsetz commence par analyser celle d'un capitaliste qui possède la totalité du capital d'une firme et qui



la dirige lui-même. Ce capitaliste-manager cherche, nous dit Demsetz, à maximiser sa fonction d'utilité, qui comprend deux variables : ses revenus monétaires (somme des profits distribués et de son « salaire » de directeur) et ses bénéfices non pécuniaires résultant de sa consommation au travail.

Cette consommation, il va la payer lui-même en totalité à travers une baisse de ses profits ou de son « salaire » de direction car, selon Demsetz, les marchés compétitifs des biens produits par sa firme l'empêchent de financer ses agréments à travers une participation des consommateurs à son « revenu » global, comme les marchés du travail lui interdisent de « taxer » ses travailleurs pour payer sa consommation au travail.

Pour ce capitaliste-manager, l'analyse de Demsetz paraît pertinente, à condition toutefois que l'on soit dans une situation de concurrence pure et parfaite sur les marchés des biens, et qu'il y ait au moins un dirigeant d'une entreprise concurrente dont la consommation au travail est nulle, conditions négligées par Demsetz.

Mais la question que soulève la théorie de l'agence à propos de la consommation au travail concerne uniquement celle du dirigeant qui ne possède qu'une fraction du capital, voire aucune action, comme le souligne lui-même Demsetz dans un autre article²⁹. Selon cette théorie, un dirigeant ne possédant que 10 % du capital de sa firme aura tendance à réaliser des dépenses discrétionnaires très importantes puisqu'il ne paiera lui-même que 10 % de ces dépenses sous forme de moindre profit distribué. Il sera également moins incité à l'efficacité dans son travail de gestion.

Demsetz traite la question en envisageant uniquement le cas d'un dirigeant qui ne possède aucune action, la totalité du capital de la firme étant détenue par un capitaliste qui lui délègue la gestion, considérant que la conclusion à laquelle il aboutit est généralisable à tous les autres cas. Cette conclusion est à vrai dire quasiment immédiate puisque son argumentation se résume à l'affirmation que le dirigeant paiera intégralement sa consommation au travail, le propriétaire ajustant son salaire de façon à ce que sa compensation globale, somme de son salaire et de ses agréments, soit égale au prix de ses compétences sur le marché du travail. Autrement dit, le salaire des dirigeants varierait fortement en fonction du niveau de leur consommation au travail, ce salaire étant très faible lorsque la consommation est importante.

Nous n'analyserons cette hypothèse, à l'évidence peu réaliste, qu'après avoir vu la thèse de Demsetz relative à la consommation « inconnue ».

Il faut toutefois souligner que pour le cas particulier retenu par Demsetz, à savoir celui d'une firme possédée à 100 % par un individu qui délègue le travail de direction à un manager salarié, il affirme qu'il



est « *vraisemblable* » que la consommation au travail de ce manager sera plus faible que celle du propriétaire s'il était « *resté* » dirigeant de son entreprise. Car celui-ci « *se sacrifie alors en ne pouvant plus obtenir des agréments spécifiques en consommant sur le lieu de travail et demandera un plus grand sacrifice financier au manager que celui qu'il aurait demandé à lui-même* ».

Cette dernière affirmation de Demsetz quant à la consommation connue est pour le moins discutable car on ne voit pas où est le « sacrifice » du propriétaire. S'il décide de déléguer la gestion de sa firme à un manager, ce ne peut qu'être dû à ses préférences, à ses « goûts particuliers », comme le soutient lui-même Demsetz dans la suite de son article.

La consommation au travail « inconnue » et « agrégée »

Par consommation au travail « inconnue », Demsetz entend, comme on l'a vu, les agréments que s'octroient les dirigeants, mesurables uniquement grâce à des mécanismes de contrôle coûteux. Or, plus le capital d'une firme est dispersé, plus la probabilité de la mise en place de ces mécanismes de contrôle est faible. Car le gain, en termes de profit distribué, que peut attendre du contrôle des dirigeants un petit actionnaire ne peut être que très limité. D'où une première affirmation de Demsetz à propos des firmes à capital diffus : « *La corrélation inverse entre le salaire rapporté à la maison et la consommation au travail est affaiblie, au moins pour le travailleur individuel et notamment les managers* »³⁰. On peut *a priori* en déduire que les firmes à capital diffus ne maximiseront pas le profit, leurs dirigeants étant enclins à une consommation au travail qu'ils ne paient qu'en partie. Toutefois, cette affirmation ne permet pas d'exclure, d'où son ambiguïté, l'hypothèse selon laquelle les managers d'une firme à capital diffus paieraient collectivement l'intégralité de leur consommation au travail, autrement dit que la somme des salaires des managers serait strictement inversement corrélée à la somme de leur consommation, même si cette stricte corrélation n'existe pas au niveau individuel. C'est ce que soutient Demsetz dans une seconde affirmation : si la consommation au travail des managers d'une grande firme à capital diffus est toujours supérieure à celle des managers d'une firme fortement contrôlée, « *sur le temps et en moyenne, la partie pécuniaire de la compensation des managers de la grande firme s'ajustera à la baisse de manière appropriée, de façon à ce que la somme des agréments et de la paye rapportée à la maison par un groupe de managers de qualité similaire soit la même que celle qu'ils pourraient obtenir de la seconde firme, bien que le déploiement des ressources de la première soit toutefois différent de celui réalisé dans la seconde firme* »³¹.



Autrement dit, les managers des firmes à capital diffus paieraient intégralement leur consommation au travail, supérieure à celle des managers des firmes fortement contrôlées, leurs salaires étant donc nettement inférieurs à ceux de ces derniers. Et Demsetz d'en conclure « *qu'il n'est pas raisonnable de supposer que la diffusion de la propriété a détruit la maximisation du profit comme guide à l'allocation des ressources* ».

La thèse de la neutralité de Demsetz : une affirmation gratuite

Cette thèse de Demsetz a le défaut de ne pas être argumentée. Demsetz ne nous explique aucunement par quel « miracle » les nombreux actionnaires d'une firme à capital diffus arriveraient à faire payer intégralement aux dirigeants-salariés leur consommation au travail, alors que, selon lui-même, les instruments de mesure et de contrôle de cette consommation sont très peu développés dans ce type d'entreprises.

Autrement dit, Demsetz escamote totalement le problème à l'origine de la théorie de l'agence, problème qu'il considère lui-même comme majeur, le supposant résolu par des moyens mystérieux. Et il ne semble absolument pas préoccupé par le degré de crédibilité de son hypothèse. À l'en croire, les dirigeants-salariés des grandes firmes à capital plus ou moins diffus devraient toucher, de manière générale, des salaires nettement inférieurs à ceux des firmes contrôlées ; et certains d'entre eux, de par l'importance de leurs dépenses discrétionnaires et « *leur manque d'ardeur à prendre les décisions de gestion permettant de maximiser le profit* », devraient toucher des salaires proches de zéro.

Or, ce n'est pas du tout ce qui ressort des nombreuses études empiriques sur les revenus des dirigeants salariés des grandes entreprises menées ces dix dernières années dans les grands pays capitalistes ; deux faits majeurs ressortent de ces études : une croissance extraordinaire (environ 400 % sur dix ans) des revenus globaux des dirigeants de toutes les grandes entreprises, et l'absence de corrélation entre ces revenus et les performances des firmes.

Mais, à vrai dire, Demsetz ne semble pas lui-même vraiment croire en sa thèse. À la fin de son article, il affirme en effet que dans le cas où il y aurait une véritable séparation entre la propriété et le contrôle, « *ceci poserait une véritable énigme* »³². Car, selon lui, rien ne permet d'affirmer que les dirigeants d'une grande firme à capital diffus se comporteront en maximiseurs du profit, la politique incitative de distribution de stock-options et les mécanismes de contrôles directs et indirects mis en évidence par la théorie de l'agence étant pour lui largement insuffisants pour garantir ce résultat.



Pour « sauver » sa thèse, du moins partiellement, Demsetz soutient alors, en se basant sur plusieurs études empiriques, qu'en réalité « *la propriété et le contrôle ne sont pas autant séparés qu'il est souvent supposé* ». Ceci est exact, mais il existe bien une minorité de grandes firmes à capital diffus pour lesquelles « l'énigme » reste alors entière.

La thèse annexe de Demsetz quant à l'existence « d'entreprises alternatives »

La thèse précédente amène Demsetz à émettre une seconde théorie sur l'existence conjointe de firmes contrôlées et de firmes managériales. Cette coexistence résulterait des préférences particulières des capitalistes et des managers, chaque type d'entreprise leur permettant « *d'atteindre leurs objectifs de manière mutuellement avantageuse* ».

Ainsi, l'existence de firmes à capital diffus s'expliquerait par « *la préférence de certains investisseurs pour la diversification de leur capital et pour l'absence de responsabilités gestionnaires, et celle de certains managers pour la consommation au travail* »³³.

Les différences dans la structure du capital des firmes seraient donc « *un résultat endogène à la sélection compétitive à travers laquelle différents avantages et désavantages sont mis en balance pour arriver à une organisation équilibrée de la firme* ».

Cette deuxième thèse est aussi peu crédible que la première. Le seul fait, souligné précédemment, que les salaires des dirigeants des firmes managériales ne sont pas nettement inférieurs à ceux des firmes contrôlées permet de la réfuter. Mais surtout, elle ne résiste pas à sa confrontation avec le développement historique réel du capitalisme.

La création des firmes industrielles aux XVIII^{ème} et XIX^{ème} siècles en Europe et aux États-Unis était inscrite dans le cadre de patrimoines familiaux. Ces entrepreneurs « *étaient pratiquement tous des héritiers, la famille ayant alors pour première fonction de fournir le capital initial* »³⁴. La gestion industrielle étant alors soumise à la sauvegarde et l'enrichissement d'un patrimoine familial. Jusqu'à la fin du XIX^{ème} siècle, les entreprises étaient donc quasiment toutes des firmes familiales ou en « *partnership* ».

Ce n'est que sous l'effet de la seconde révolution industrielle, qui entraîna l'apparition de la production de masse et l'intégration des marchés, que les firmes familiales, ou du moins certaines d'entre elles, ouvrirent leur capital pour financer les équipements et le système de distribution nécessaires à l'obtention de la taille compétitive minimale, l'autofinancement étant alors insuffisant. Ce n'est donc pas du fait de choix des capitalistes et des managers que commencèrent



à cohabiter des firmes contrôlées et des firmes managériales, mais en raison de contraintes financières³⁵.

Cette réalité, Demsetz la reconnaît d'ailleurs implicitement en partie à travers les limites qu'il fixe lui-même, *in fine*, à son hypothèse selon laquelle l'existence de firmes alternatives résulterait du choix des capitalistes et des managers.

Cette hypothèse se heurte selon lui à deux limites principales : les capacités managériales de propriétaires potentiels et la taille efficiente (et donc les moyens financiers) requise par les rendements d'échelle.

La thèse de l'enracinement dans sa version forte ou l'hypothèse de la moindre profitabilité des firmes totalement contrôlées

La thèse de Morck, Schleifer et Vishny, comme on l'a vu rapidement en introduction, affirme que les entreprises dont le dirigeant possède une fraction du capital suffisante pour lui assurer « *un contrôle effectif* », et donc « *la garantie de son emploi* », seront moins profitables que les autres. Et ce parce que le dirigeant peut alors « *satisfaire sa préférence pour un comportement ne maximisant pas la valeur* », alors que « *lorsqu'il ne possède qu'une petite fraction du capital, la discipline de marché (le marché du travail des managers, celui des produits et celui du contrôle des firmes) peut le forcer à maximiser la valeur* »³⁶.

Morck *et al.* considèrent que leur thèse s'oppose totalement à celle de Jensen et Meckling (1976) qui défendraient l'hypothèse de « la convergence des intérêts », autrement dit, que la valeur de marché d'une firme s'accroîtrait avec le pourcentage de capital possédé par le dirigeant. Or, si certains éléments de la théorie de Jensen et Meckling pourraient amener à cette hypothèse, leur modèle n'aboutit pas à une telle conclusion. Car, intégrant les faits contraignants de la concurrence sur le comportement de toutes les firmes non contrôlées à 100 % par leurs dirigeants, ils en arrivent à la conclusion qu'elles auront une rentabilité similaire. Pour que ces firmes survivent, il faut en effet que leurs dirigeants ne soient pas plus opportunistes que les autres : « *Si tous mes concurrents supportent des coûts d'agence égaux ou supérieurs aux miens, je ne serai pas éliminé du marché par la concurrence* »³⁷.

Ceci étant, les deux thèses restent très différentes et celle de Morck *et al.* peut être qualifiée de révolutionnaire. Du fait, en premier lieu, que l'hypothèse selon laquelle les firmes parfaitement contrôlées par leur dirigeant seront moins rentables va à l'encontre de toutes les thèses émises jusque-là et, d'autre part, qu'elle est énoncée par des adeptes de la théorie des droits de propriété, dont le « message » essentiel est que la propriété est gage d'efficience dans l'activité économique.



La thèse de Morck, Schleifer et Vishny fixe une limite considérable à la théorie des droits de propriété, limite que l'on peut résumer ainsi : la propriété est source d'efficacité, mais seulement jusqu'à un certain point. Une « forte propriété » concentrée dans les mains de « *gros investisseurs* »³⁸ a des effets négatifs. L'originalité de leur thèse réside dans la combinaison de deux hypothèses :

1) Les firmes dont le dirigeant possède une faible fraction du capital sont efficaces.

Morck *et al.* reprennent ici à leur compte les thèses de Fama (1980), Hart (1983) et Jensen et Ruback (1983) selon lesquelles, successivement, le marché des managers, le marché des produits, et enfin le marché du contrôle des firmes forcent le dirigeant à maximiser la valeur de la firme.

S'il n'est pas question d'analyser de manière approfondie dans cet article les trois thèses précédentes, qui aboutissent à la même conclusion, deux remarques s'imposent à leur propos.

Tout d'abord, les mécanismes de contrôle mis en avant pour générer l'efficacité du dirigeant apparaissent d'une efficacité douteuse au vu des nombreux scandales récents, tel celui d'Enron. Ceci peut expliquer que rares sont les économistes à avoir repris de telles thèses. D'autre part, en s'en tenant à la thèse de Fama, l'argument selon lequel le marché des managers engendrera sur chaque période un ajustement du salaire du dirigeant à sa « *productivité marginale* »³⁹ n'est absolument pas validé par les études empiriques.

Il est d'ailleurs étonnant que Morck, Schleifer et Vishny aient repris ces thèses à leur compte, dans la mesure où dans d'autres articles que celui cosigné avec Morck, Schleifer et Vishny défendent, comme on l'a vu, une thèse inverse. À savoir que le dirigeant possédant une faible fraction du capital de sa firme cherche à se rendre indispensable en investissant de manière excessive, et donc inefficace, dans des activités qu'il est le seul à maîtriser ;

2) Le dirigeant possédant une fraction du capital assez importante pour lui assurer un contrôle total ne cherche pas à maximiser la valeur de sa firme car il se considère alors « *assez riche pour préférer utiliser la firme en obtenant des bénéfices privés de son contrôle, qui ne sont pas partagés par les actionnaires minoritaires* »⁴⁰.

Une fois qu'un ou plusieurs individus possèdent une fraction du capital d'une firme suffisant pour leur en assurer le contrôle total, on aura donc « une baisse des rendements ».

Cette seconde hypothèse, selon laquelle les firmes contrôlées de 25 à 100 %⁴¹ ne sont pas gérées de façon efficace, Morck *et al.* affirment qu'ils n'en sont pas les inventeurs, qu'elle a été émise en 1983, à la fois par Demsetz et par Fama et Jensen⁴². Or, ceci est tout à fait inexact.



Certes, Demsetz considère dans son article de 1983, comme on l'a vu, qu'il est possible qu'un dirigeant possédant ou contrôlant son entreprise ait une forte préférence pour « la consommation au travail », et que celle-ci peut être même supérieure à celle du dirigeant d'une firme « managériale ». Mais il suppose que le dirigeant-proprétaire paie entièrement ses bénéfices personnels, ne pouvant les faire subir par ses employés ou les actionnaires minoritaires, et en conclut que toutes les firmes sont efficaces, quelle que soit la structure de leur capital-actions.

Quant à Fama et Jensen, leur article a « pour objectif d'expliquer la survie des organisations caractérisées par la séparation de la propriété et du contrôle »⁴³, survie « problématique puisque les agents décisionnels ne supportent qu'une faible fraction des effets richesse de leurs décisions ». Au long de leur « démonstration », basée sur l'argument selon lequel les firmes à capital diffus sont généralement des organisations « complexes » managées par des dirigeants compétents dont les décisions sont efficacement contrôlées par le conseil d'administration, les seules faiblesses possibles des firmes où la « propriété » et le « contrôle » ne sont pas dissociés portent sur le niveau de compétence en gestion des propriétaires, et leur degré d'aversion aux « investissements risqués qui baissent les coûts de production »⁴⁴.

On est donc bien loin de l'hypothèse selon laquelle « la forte propriété » a un effet négatif sur les rendements d'une entreprise.

Morck *et al.* semblent, de fait, quelque peu « effrayés » par leur hypothèse car, après l'avoir clairement formulée (« l'hypothèse de l'enracinement laisse supposer que la valeur du marché peut être négativement affectée par une part élevée de propriété »), ils ajoutent aussitôt, au début de leur article, « qu'étant donné que la théorie fournit relativement peu d'indications sur ce que devrait être la relation, notre étude est tout autant une analyse descriptive des données, que le test d'une hypothèse formelle »⁴⁵.

Ce recul se comprend aisément au vu des résultats de leur étude empirique.

L'étude empirique

Les bases de l'étude

Morck *et al.* testent leur hypothèse sur un échantillon de 371 firmes industrielles faisant partie de la liste des 500 plus grandes firmes américaines du classement de *Fortune* en 1980.

La propriété des dirigeants est essentiellement mesurée par le pourcentage du capital des firmes détenu par les membres du conseil d'administration et, accessoirement, par le pourcentage détenu par



les seuls membres du CA faisant également partie du comité exécutif (les résultats sont similaires).

La « performance du management » est appréciée par le ratio Q de Tobin, à savoir le rapport entre la valeur d'une firme en Bourse et le coût de remplacement de ses actifs physiques.

Ce bien que Morck *et al.* reconnaissent eux-mêmes que le Q de Tobin est « *un signal très parasité de la performance du management* », car ce ratio peut être élevé simplement par le fait que la firme en question possède soit un pouvoir de monopole, soit un goodwill, soit un stock de brevets, ou qu'elle connaisse une forte croissance en raison de sa jeunesse et de ses possibilités de développement.

Morck *et al.* ne tiennent guère compte de leurs réserves sur le Q de Tobin dans leur étude, ne testant que l'effet potentiel d'une forte croissance sur la valeur Q. Cet effet modifie quelque peu la courbe obtenue, mais pas fondamentalement.

La relation entre le Q de Tobin et le degré de concentration du capital est analysée par une régression linéaire par morceaux, Morck *et al.* considérant qu'une régression linéaire simple peut masquer des différences dans la relation selon les tranches du degré de concentration.

Pour définir ces tranches, ils retiennent deux points de rupture, 5 et 25 % du capital détenu par les membres du CA.

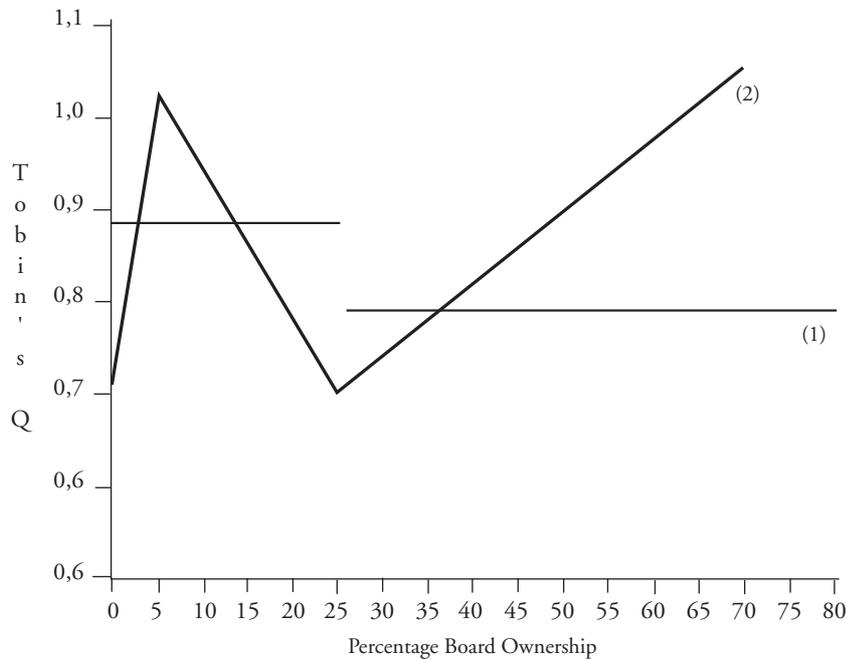
Le choix du taux de 5 % est justifié par l'hypothèse qu'avant ce taux, tout enracinement, à quelque degré soit-il, est impossible. Le choix du point de rupture de 25 % est, lui, moins clairement explicité ; ce taux « *est en partie motivé par Weston (1979) qui suggère que la plage de propriété entre 20 et 30 % est celle au-delà de laquelle une tentative d'OPA hostile ne peut réussir* »⁴⁶.

Le résultat : une courbe linéaire par morceaux

Avant de présenter et commenter la courbe obtenue par Morck *et al.*, il nous paraît nécessaire de décrire celle qu'aurait dû générer leurs hypothèses.

Étant donné que : (1) les dirigeants détenant moins de 5 % du capital de leur firme seraient forcés par différents mécanismes de marché de maximiser la valeur de leur firme ; (2) ceux détenant entre 5 à 25 % chercheraient aussi à maximiser la valeur, de par leur incitation à maximiser leur richesse ; (3) à partir de 25 %, les dirigeants contrôlant totalement leur firme n'auraient plus cette volonté de maximisation, un effet richesse négatif d'intensité constante apparaissant alors⁴⁷, on devrait s'attendre à une courbe linéaire non continue du type de celle (courbe 1) représentée sur la figure suivante :

Figure 1



17

Or la courbe obtenue (courbe 2) est extrêmement différente et ne conforte nullement la thèse de Morck *et al.*, ces derniers la trouvant eux-mêmes « surprenante ».

S'ils ne reconnaissent pas explicitement la non validation de leur thèse par leurs résultats empiriques, ils sont bien obligés de le faire implicitement lorsqu'ils tentent d'expliquer leur courbe. En effet, celle-ci pourrait « s'interpréter d'une manière qui est en accord à la fois avec les effets de la convergence des intérêts et ceux de l'enracinement »⁴⁸.

Ainsi la croissance de la valeur de Q de 0 à 5 % de propriété « pourrait refléter la plus forte incitation des managers à maximiser la valeur lorsque leur part de capital s'accroît ». La baisse de Q sur la tranche 5 à 25 % pourrait s'expliquer par « une certaine forme d'enracinement ; dans cette fourchette, l'effet incitatif peut encore jouer ; il est simplement dominé par les effets de l'enracinement ».

La hausse linéaire de Q à partir du seuil de 25 % pourrait, elle, « refléter un effet pur de la convergence des intérêts ». Autrement dit, lorsque Q s'accroît ou baisse, c'est qu'un effet domine ou joue seul, quel que soit l'intervalle en question. Comme l'écrivent eux-mêmes Morck *et al.*, leurs résultats pourraient donc s'expliquer ainsi : « Les accroissements du Q de Tobin avec la propriété reflètent la convergence



des intérêts entre managers et actionnaires, tandis que son déclin reflète l'enracinement de l'équipe dirigeante. »⁴⁹

Mais ceci est proche d'une lapalissade et ne permet nullement de comprendre pourquoi les trois parties de leur courbe, et en particulier la croissance régulière de Q à partir de 25 %, contredisent largement leurs hypothèses initiales.

Toutefois, Morck *et al.* éclairent un peu leurs idées dans la conclusion de leur article. Ils affirment alors que « *leur explication n'est pas entièrement satisfaisante* », et ce pour deux raisons majeures. Tout d'abord, la forte croissance du Q de Tobin dans l'intervalle 0-5 % de propriété pourrait, disent-ils, ne pas résulter de l'effet de la convergence des intérêts mais, du fait que les managers des firmes dont le Q est élevé finissent par se retrouver avec un stock d'actions important, ce type de firmes distribuant beaucoup plus de stock-options que les autres.

Ensuite, la baisse de Q dans l'intervalle 5-25 % pourrait ne pas résulter d'un enracinement directement lié à la propriété, mais de la présence dans cette tranche de familles fondatrices dans les « vieilles » firmes, moins appréciées que les autres en Bourse. Autrement dit, Morck *et al.* émettent de sérieux doutes sur la validité de leurs résultats relatifs aux deux premiers intervalles de propriété retenus.

Bien qu'ils ne le reconnaissent pas, leur étude annexe de régression par morceaux, où la performance du management n'est plus mesurée par le Q de Tobin mais par le taux de profit des firmes (le ratio des cash-flow nets sur la valeur de remplacement du capital fixe), accroît fortement les doutes que l'on peut avoir sur leurs résultats basés sur Q.

Car, et ce n'est pas rien, on a alors « *absence d'un accroissement de la profitabilité lorsque la propriété croît au-delà de 25 %* »⁵⁰ et si, sur l'intervalle 5-25 %, on retrouve une baisse, celle-ci n'est pas significative statistiquement. « *Seule la pente positive entre 0 et 5 % est significative statistiquement.* »

Pour conclure, non seulement les résultats obtenus par Morck *et al.* en termes de lien entre le degré de propriété et la performance du management à partir du Q de Tobin sont douteux mais surtout, ces résultats contredisent largement la thèse à l'origine de l'étude empirique, à savoir une baisse des rendements lorsqu'il y a « forte propriété » des entreprises.

Malgré cela, l'article de Morck *et al.* a largement « inspiré » les études empiriques postérieures (et ce jusqu'à ce jour) sur la relation structure de la propriété-performance.

Cette influence peut, nous semble-t-il, s'expliquer par trois facteurs : 1) la nouveauté, voire le caractère révolutionnaire de la thèse de Morck *et al.*, a incité les économistes à la tester. Et ce d'autant plus qu'elle est *a priori* aussi plausible que l'hypothèse traditionnelle du



comportement discrétionnaire des managers des firmes à capital diffus. Comme le font remarquer Holderness et Scheehan (2000), mais aussi Gugler *et al.* (2004)⁵¹, on peut tout aussi bien supposer qu'un dirigeant contrôlant totalement son entreprise va avoir tendance à la « piller » à son profit et, évidemment, au détriment des autres actionnaires, ou tout simplement mal la gérer ;

2) l'intérêt associé *a priori* à une analyse de régression par morceaux, une régression simple pouvant masquer certaines réalités. Ceci d'autant plus que de nouvelles méthodes de régression permettent de ne pas définir au départ les points de rupture, s'ils existent ;

3) l'accent mis sur la valeur actionnariale des entreprises par de nombreux économistes depuis une vingtaine d'années, sous l'influence de la théorie des droits de propriété et de l'agence. Si Morck *et al.* ont été les premiers à retenir le Q de Tobin comme mesure de performance du management, ils ont donc été imités par nombre d'économistes par la suite, certains l'utilisant conjointement au taux de profit comptable, d'autres retenant encore ce dernier comme seule mesure, l'estimant beaucoup plus fiable.

Avant de présenter un bilan des anciennes et récentes études empiriques, nous allons nous pencher sur l'étude de McConnell et Servaes (1990) car elle est souvent considérée comme confortant, du moins en partie, la thèse de Morck et al., ce qui n'est pas le cas comme on va le voir.

L'étude de McConnell et Servaes conforte-t-elle la thèse de Morck et al. ?

McConnell et Servaes analysent la relation entre le Q de Tobin et la structure de la propriété de plus d'un millier de grandes firmes américaines cotées pour deux années : 1976 et 1986, et ce par deux angles principaux d'approche :

1) en s'intéressant tout d'abord au lien entre le degré de propriété des membres du conseil d'administration ou du comité exécutif et le Q de Tobin, par une régression linéaire simple.

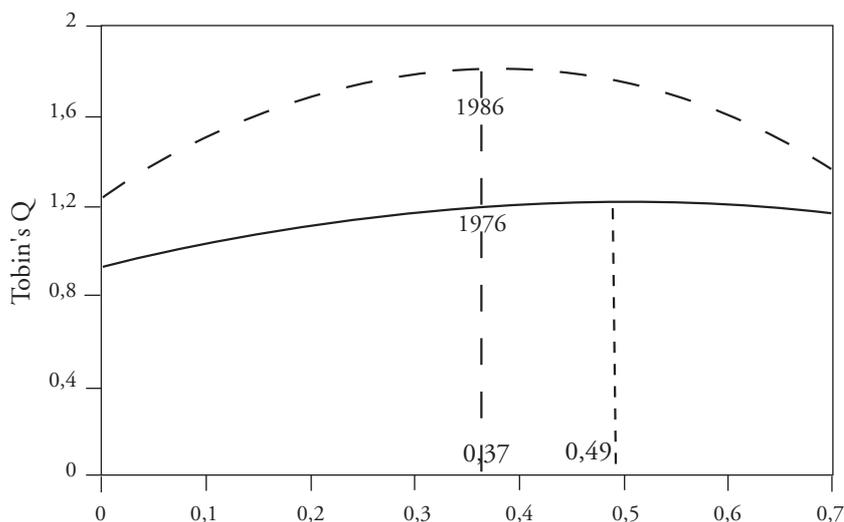
Ils obtiennent alors les deux courbes de la figure 2.

McConnell et Servaes constatent donc une relation non linéaire, cette relation étant plus ou moins fortement positive selon l'année, jusqu'à un point d'inflation de 37,4 ou 49,3 %, niveaux à partir desquels le Q de Tobin baisse plus ou moins doucement.

Le caractère non linéaire de la relation est à peu près le seul point commun avec la courbe obtenue par Morck *et al.* ;

2) en faisant une étude identique à celle de Morck et al., à savoir une régression par morceaux avec les mêmes points de rupture (5 et 25 % de propriété). Entre 0 et 5 %, la valeur de Q augmente, « *résultat en ligne*

Figure 2
Q de Tobin en fonction du degré de propriété des « insiders »



20

avec celui de Morck *et al.* ». Mais pour les autres intervalles, « les résultats sont inverses des leurs ». Entre 5 et 25 %, « la relation est positive (bien que non significative), et au-dessus de 25 %, la pente des régressions est très proche de zéro ».

Le résultat majeur de McConnell et Servaes, selon leurs dires, est qu'« à des bas niveaux de propriété, la relation entre le Q de Tobin et la fraction des actions détenues par les dirigeants est largement positive, mais à de hauts niveaux, la relation est négative ».

Comment interpréter ce résultat ? La première solution qui vient à l'esprit est de considérer que la première partie de la courbe en cloche conforte l'hypothèse managériale, et la seconde, la thèse de Morck *et al.*

Sans repousser totalement cette interprétation, McConnell et Servaes en privilégient une autre, qu'ils empruntent à Stulz, « explication » qui n'a rien à voir avec la question du lien propriété-performance du management.

Avant d'expliciter la thèse de Stulz (1988)⁵², il nous paraît intéressant de se pencher sur les raisons qui ont pu amener McConnell et Servaes à la privilégier. Ces raisons sont à rechercher dans la façon dont on peut expliquer le fait que, tout en utilisant une méthode similaire, les résultats obtenus par ces théoriciens s'opposent à ceux de Morck *et al.*

Une première raison de cette opposition, creusée par S. Kole⁵³, réside dans la différence des sources utilisées par les deux études quant au



pourcentage d'actions détenues par les dirigeants. Mais en travaillant sur cette hypothèse, Kole affirme qu'on peut la repousser.

Une seconde explication pourrait résider dans la différence de taille des firmes dans les deux échantillons, la taille moyenne des firmes retenues par Morck *et al.* étant supérieure. Or une taille inférieure rend plus aisée pour les « insiders » la possession d'une large fraction du capital de leurs firmes, et la taille peut influencer Q pour une raison de pouvoir de marché par exemple. McConnell et Servaes testent eux-mêmes cette hypothèse et la repoussent car, en réduisant leur échantillon de moitié, en ne conservant que les plus grandes firmes, ceci ne modifie pas les résultats.

Un troisième facteur explicatif peut être la différence des échantillons en termes de représentativité des différentes industries. Car il est possible que la structure de la propriété soit dépendante de l'industrie dans laquelle opère une firme, comme l'affirment Demsetz et Lehn⁵⁴ et que, de plus, le Q de Tobin soit fortement corrélé au type d'industrie. Mais en testant « l'effet industrie », McConnell et Servaes, comme Morck *et al.*, aboutissent à la conclusion que cela ne modifie pas profondément leurs résultats.

Reste alors une seule possibilité, comme le souligne Kole : les différences de résultats entre les deux études proviennent des dates différentes auxquelles elles ont été réalisées, et, par là, soit la relation structure de la propriété-performance du management est non stationnaire, variant dans le temps, soit le marché boursier n'est pas « parfait », appréciant mal, au moins à certains moments, la performance du management, soit, enfin, les cours en Bourse sont influencés par un autre facteur.

Ce qui précède nous paraît éclaircir l'interprétation privilégiée par McConnell et Servaes pour rendre compte de leurs résultats. Ils sont, écrivent-ils, « *largement en accord avec Stulz, qui prédit que la valeur s'accroîtra d'abord, puis baissera lorsque la propriété des insiders s'accroît* »⁵⁵. Stulz affirme en effet que la valeur d'une firme dépend de manière importante des potentialités d'OPA, amicales ou hostiles, qui pèsent sur elle, potentialités qui dépendent elles-mêmes « *de la fraction α des droits de vote possédés par le management* »⁵⁶.

Selon ce théoricien, plus α est élevé, plus est importante la prime que doivent proposer les offreurs, mais plus aussi baisse la probabilité de succès d'une offre hostile, cette dernière probabilité devenant nulle lorsque la propriété du management atteint 50 %.

Étant donné que la valeur d'une firme intègre la prime attendue, la thèse de Stulz se traduit par une relation courbée entre la valeur d'une firme (et donc son Q) et le taux de propriété, courbe similaire à celle obtenue par McConnell et Servaes.

Quel que soit le degré de validité de l'hypothèse de Stulz⁵⁷, le fait d'y faire appel pour expliquer une courbe censée refléter le lien entre la concentration de la propriété et la performance du management accroît fortement les doutes déjà émis quant à la pertinence du Q de Tobin comme mesure de cette performance.

BILAN DES ÉTUDES EMPIRIQUES

Tous les économistes ayant réalisé un bilan de la recherche empirique sur les effets potentiels de la structure de la propriété sur la performance des firmes soulignent, à l'instar de Short (auteur du *survey* le plus récent), que cette recherche « *n'a pas réussi à aboutir à une conclusion quelconque en ce domaine* »⁵⁸. Car « *si la majorité des études empiriques apportent un certain soutien à l'hypothèse managériale selon laquelle les firmes contrôlées par des propriétaires devraient afficher des mesures de profitabilité supérieures à celles contrôlées par des managers, leurs résultats sont souvent statistiquement insignifiants* ».

L'exemple classique à cet égard est l'importante étude de Larner portant sur les 500 plus grandes entreprises américaines en 1963 ; ses résultats font apparaître une plus grande rentabilité des firmes contrôlées par des capitalistes, mais avec un écart très faible ; ce qui amène Larner à conclure que « *les firmes contrôlées par leurs managers semblent bien être approximativement autant orientées vers le profit que celles contrôlées par des capitalistes* »⁵⁹.

Autrement dit, la recherche empirique permet de conclure à la quasi-neutralité, voire à la neutralité, de la structure du capital-actions sur la performance des firmes.

Les études empiriques les plus récentes, postérieures à 1994 (année du *survey* de Short), ne remettent pas en cause ce constat. Ces dernières études sont résumées dans notre annexe.

Parler simplement de neutralité ne nous paraît guère déformer la réalité, du fait notamment que, contrairement à ce qu'affirme Short, il n'est pas vrai que la majorité des études empiriques font apparaître une rentabilité supérieure, mais non significative, des firmes contrôlées, comme le soulignent en 1998 Gedajlovic et Shapiro⁶⁰.

Short privilégie en effet dans son *survey* les études sur les États-Unis, ne citant que peu d'études européennes. Or, la majorité de ces dernières, et notamment celles que cite Short, ne confortent pas l'hypothèse managériale. De plus, son affirmation n'est pas même validée par son *survey*. Examinons les vingt-six « principales » études retenues par Short, en laissant de côté le fait que l'on pourrait également lui reprocher de ne pas avoir pris en compte deux études américaines importantes, celle de Zeitlin et Norich (1974) et celle de Stigler (1981)⁶¹, qui ne

montrent absolument aucune différence entre les firmes contrôlées et les firmes managériales. Sur ces vingt-six études empiriques, celles de Morck *et al.*, et de McConnell et Servaes, aboutissent à des conclusions « très spéciales » qui ne peuvent être portées au crédit d'aucune hypothèse classique.

Parmi les vingt-quatre études restantes, neuf ne montrent aucune différence entre les firmes contrôlées et les firmes managériales, et trois autres font apparaître une rentabilité plus forte des firmes managériales que celle des firmes contrôlées. À supposer donc que les douze dernières études (sur vingt-six) soient plus ou moins favorables à l'hypothèse managériale, on ne pourrait en conclure, de toute façon, qu'elles sont majoritaires. De plus, ce n'est pas tout à fait le cas. Car si la plupart font bien apparaître clairement une performance légèrement supérieure des firmes contrôlées, certaines d'entre elles aboutissent à des résultats ambigus ou contrastés. Il en est ainsi des études de Leech et Leahy et de Palmer.

Les études empiriques faisant apparaître la quasi-neutralité, voire la neutralité, de la structure du capital sur la performance des firmes, comment peut-on expliquer ce constat ? Avant de présenter notre propre thèse à cet égard, il nous faut toutefois parler d'un problème que soulèverait toute étude du lien entre la structure de la propriété et la performance, celui de l'endogénéité.

Sans doute déçus que les études empiriques précédentes ne fassent pas apparaître un effet positif de la concentration du capital sur la performance, certains théoriciens des droits de propriété, en l'occurrence Demsetz et ses disciples, soutiennent en effet que la prise en compte de cette endogénéité rend « peu clair », voire sans signification, tout lien causal potentiel entre le degré de propriété et la performance.

L'endogénéité : un faux problème

Le problème est le suivant : supposons que l'on trouve économétriquement une corrélation positive entre le degré de concentration du capital des firmes et leur performance ; ceci conforte *a priori* l'hypothèse que l'augmentation du degré de propriété permet une gouvernance plus efficace. Mais si les deux variables sont codéterminées, alors la variable explicative (la structure de la propriété) est endogène, économétriquement parlant, et la corrélation obtenue est « fausse ».

Formulé de façon mathématique, si l'on pose les deux équations suivantes, z étant la performance et x le degré de concentration du capital :

$$z = \beta x + \varepsilon$$

$$x = \chi z + n$$



à partir du moment où $\chi \neq 0$, mais aussi si covariance $(\varepsilon, n) \neq 0$, le coefficient β est biaisé, voire inconsistant.

Quels sont alors les cas possibles d'endogénéité selon Demsetz et ses disciples ? Börsch-Supan et Köke (2002) en examinent essentiellement deux. En les analysant successivement, nous pensons pouvoir montrer que le « problème » de l'endogénéité est en réalité un faux problème et que des économistes tel Stigler ont eu raison de ne pas le prendre en compte dans leurs études empiriques sur le lien potentiel propriété-performance.

Premier cas : la causalité inverse

La thèse soutenue ici est que la performance influence le degré de propriété, ce qui biaise alors toute analyse du lien propriété-performance. Börsch-Supan et Köke, comme Demsetz et Villalonga (2001), considèrent que cette causalité inverse peut résulter de deux phénomènes :

1) Tout d'abord, de « *l'attraction des investisseurs pour les firmes ayant de bonnes performances* », plus précisément celles qui ont un ratio Q de Tobin élevé. Cette hypothèse est en elle-même très discutable. Car, comme le font notamment remarquer Loderer et Martin (1997), il y a peu de raisons, *a priori*, qu'un investisseur accroisse sa participation au capital de firmes ayant un Q élevé. Le prix de l'action est élevé et il est censé intégrer les opportunités de croissance. Il n'est alors pas étonnant que l'hypothèse ne se vérifie pas empiriquement. On devrait en effet constater que les firmes ayant un ratio Q élevé ont une structure du capital plus concentrée que les autres, ce qui n'est pas le cas.

De même, l'accroissement du pourcentage de capital détenu par les dirigeants des entreprises cotées aux États-Unis entre 1935 et 1995 (on est passé de 13 à 22 %) devrait s'expliquer, comme le soulignent Holderness, Krosner et Sheehan (1999), par un accroissement relatif du ratio Q des firmes contrôlées. Or celui-ci n'a pas du tout eu lieu.

2) D'autre part, de l'accroissement du degré de propriété résultant d'une OPA sur une firme dont les performances se détériorent, ou d'une divergence quant aux perspectives de profit futur d'une firme entre ses dirigeants et le marché financier (les « insiders », mieux informés, peuvent estimer que ces profits seront supérieurs à ceux attendus par la Bourse, et accroîtront leur participation au capital).

Le problème ici est que nous n'avons pas affaire à une causalité inverse (la performance mesurée par le ratio de Tobin influençant le degré de propriété), mais à un accroissement de la propriété résultant d'une perception par des investisseurs qu'ils peuvent mieux faire que les dirigeants actuels ou que le marché financier sous-estime les profits



futurs. Ce n'est donc pas la valeur du Q qui explique alors l'évolution de la propriété.

Autrement dit, l'accroissement du degré de propriété dû à de tels phénomènes ne permet pas de mettre en cause la pertinence des études sur le lien propriété-performance par coupe transversale.

Second cas : une variable non observée détermine simultanément la propriété et la performance

Ce cas supposé d'endogénéité est développé par Himmelberg et al. (1999) et illustré à travers trois exemples, dont le suivant⁶² :

*Supposons « deux firmes en compétition sur un même marché avec des produits différenciés, et que l'une d'entre elles (A) dispose d'un avantage compétitif car, pour une raison historique, elle a été capable d'implanter ses produits d'une façon qui lui confère un plus fort pouvoir de marché. Si ce pouvoir protège les managers de la discipline d'un marché compétitif, alors le contrat optimum pour ces derniers implique un accroissement de leur niveau de propriété ».*⁶³

Comme la firme A dispose d'un pouvoir de marché supérieur à celui de la firme B, elle aura un taux de profit supérieur et l'on constatera une corrélation positive entre la propriété des dirigeants et la profitabilité. Or cette corrélation est alors biaisée car la variable non observée (le pouvoir de marché supérieur) détermine à la fois la propriété et la performance.

Mais la thèse de Himmelberg *et al.*, qu'ils tentent de vérifier empiriquement, n'est pas sérieuse, comme l'explique Zhou (2001) dans un article très sévère à leur égard. Elle présente en effet deux grosses faiblesses :

Tout d'abord, « elle repose sur l'hypothèse que l'effort managérial est une variable aléatoire dépendant des changements, année par année, du degré de propriété des managers »⁶⁴. Il y aurait donc un lien direct entre le degré de propriété et la performance des managers et, de plus, les autres actionnaires parfaitement informés connaîtraient « le contrat optimal », en termes de montant de capital, que doivent détenir les managers en fonction des caractéristiques de l'entreprise. Ces deux hypothèses sont à la fois très peu crédibles et démenties par les analyses empiriques.

D'autre part, la thèse de Himmelberg *et al.* comporte une contradiction interne car ils supposent aussi que les sources non observables de l'hétérogénéité des firmes sont constantes dans le temps (ce sont des « effets fixes »). Or si elles sont constantes, on ne peut pas s'attendre à des changements notables, année par année, des incitations des managers.

Le supposé problème d'endogénéité se révèle être en fait un faux problème.

*POURQUOI LA STRUCTURE DE LA PROPRIÉTÉ
N'INFLUENCE-T-ELLE PAS, OU TRÈS PEU,
LA PROFITABILITÉ DES FIRMES ?*

Pour expliciter notre interprétation personnelle de cette neutralité, nous partirons des arguments développés par Marx à cet égard. Ce dernier considère tout d'abord que le profit réalisé par les entreprises dépend essentiellement des motivations de leurs dirigeants et distingue trois types de firmes capitalistes : les firmes contrôlées et gérées par un « capitaliste actif », les firmes contrôlées par des banques ou des institutions financières non bancaires et gérées par des managers professionnels, enfin celles dont le capital est diffus, où il y a donc séparation entre la propriété et le contrôle.

Selon lui, les firmes entrant dans la première catégorie maximiseront le profit car un capitaliste « *se caractérise toujours par la soif insatiable du gain [...], à l'origine de la production capitaliste, l'avarice et l'envie de s'enrichir l'emportent exclusivement* »⁶⁵. De plus, le développement de son entreprise et la concurrence imposeront au capitaliste actif d'agrandir de façon continue le capital placé dans son entreprise.

Il en serait de même des deux autres types de firmes gérées par des managers que Marx appelle soit des « fonctionnaires », soit des « agents » du capital, car ces derniers « *remplissent toutes les fonctions qui reviennent au capitaliste actif en tant que tel* ». Marx ne s'attarde pas sur la motivation en termes de profit des managers, et particulièrement de ceux qui dirigent des firmes à capital diffus, laissant entendre qu'ils agiront dans l'intérêt des actionnaires pour ne pas perdre leur place, et que leur comportement sera également contraint par la concurrence sur les produits. Autrement dit, toutes les firmes maximiseraient le profit car leurs dirigeants, quel que soit leur statut, agiraient en tant que « capital personnifié ».

L'analyse de Marx paraît quelque peu simpliste ; si sa vision des entreprises capitalistes est plus réaliste que celle des néoclassiques orthodoxes puisqu'il prend en compte leurs différents types possibles, on n'est pas très loin de la vision néoclassique orthodoxe qui résume d'abord la firme à un centre de décision, « l'entrepreneur », et la définit ensuite par un objectif unique, le profit, et par son comportement, la maximisation. Seules les firmes ayant ce comportement survivront, les autres étant éliminées par la concurrence.

La première faiblesse de l'analyse de Marx est qu'elle suppose, comme celle des théoriciens néoclassiques orthodoxes, mais également celles de nombreux théoriciens « modernes » tels les adeptes de la théorie des droits de propriété, que le profit des entreprises dépend essentiellement des motivations de leurs dirigeants dans la recherche de l'efficacité



(l'autre facteur étant les contraintes de l'environnement)⁶⁶. Or, s'il est évident que ces motivations ont une grande influence sur le résultat à travers leurs effets sur l'efficacité de la gestion, cette efficacité (et par là le profit) ne dépend pas uniquement des motivations. Elle dépend également des qualités ou capacités des managers en matière de gestion « interne » (allocation des ressources), ou « externe » (choix stratégiques). Nous laisserons pour l'instant cette variable de côté car la question du lien potentiel entre la structure de la propriété et la performance des firmes ne fait entrer en jeu que les motivations des dirigeants et les contraintes qui pèsent sur leur comportement.

Sur cette question, et de par son simplisme, la « démonstration » par Marx de la thèse de la neutralité est très discutable, ne serait-ce qu'en ce qui concerne les « capitalistes actifs ». S'il est évident que leur motivation première est de s'enrichir grâce au développement de leur entreprise, leur soif de profit n'a pas fatalement la même intensité et leur comportement peut être guidé par d'autres motivations secondaires. Autrement dit, ils ne sont pas simplement du « capital personnifié ».

Manque en fait chez Marx une analyse fouillée des motivations des dirigeants et des contraintes qui déterminent leur comportement, et ce en particulier pour les dirigeants salariés des firmes à capital diffus.

Or c'est cette analyse qui a amené de nombreux économistes fondamentalement néoclassiques, à partir des années 1960 et jusqu'à ce jour, à affirmer que les firmes à capital diffus seront moins profitables que les autres.

C'est à travers l'examen critique de cette thèse « désormais » classique de la non neutralité de la structure de la propriété que nous aboutirons à une conclusion similaire à celle de Marx.

Les défenseurs de la thèse de la non neutralité partent de l'hypothèse que les dirigeants propriétaires désirent maximiser le profit, tandis que les managers salariés ont d'autres intérêts. Trois types d'intérêts ont été progressivement distingués : un faible niveau d'effort pour commencer ; une forte compensation, les dépenses discrétionnaires et la consommation au travail ensuite ; et enfin, le pouvoir et le prestige à travers notamment « la construction d'empires ». À partir de là, ils affirment que non seulement les firmes gérées directement par un actionnaire contrôlant leur capital, mais également les firmes contrôlées et gérées par un manager, maximisent le profit. Dans le second cas, les propriétaires auraient en effet la motivation et la capacité de contrôler le comportement du manager à travers leur présence au conseil d'administration. À l'inverse, lorsque le capital est largement dispersé, l'incitation et la capacité à contrôler les managers n'existent pas et les managers disposent d'un plus grand pouvoir discrétionnaire, bien que leur comportement soit l'objet de quelques contraintes (les deux principales



étant la nécessité d'un niveau de profit minimum pour pouvoir à la fois distribuer des dividendes « satisfaisants » aux nombreux actionnaires, et de faire appel au marché boursier pour financer en partie la croissance et la concurrence sur les produits.

On peut tout d'abord avoir des doutes sur la première partie de la thèse qui traite des firmes contrôlées. Le principal concerne les firmes contrôlées par des individus ou familles et porte sur les motivations de ces derniers. Lorsque ce sont des capitalistes « actifs », comme l'ont souligné notamment Schumpeter et Gordon bien avant que ne soient formulées les théories managériales, le désir de « construire un empire » et non de maximiser le profit peut être aussi important chez un manager propriétaire que chez un manager salarié.

Lorsque ces capitalistes délèguent la gestion de leurs firmes à des managers professionnels, ils sont *a priori* moins intéressés à la croissance *per se*. Mais cet intérêt peut exister et ce, notamment, dans le cas de « vieilles » firmes contrôlées depuis leur création par une famille⁶⁷.

Ce « désir » de croissance des firmes familiales, gérées directement ou non par leur propriétaire, peut toutefois être limité par une certaine aversion au risque, vu l'importance du patrimoine investi, et par la volonté de conserver le contrôle.

En ce qui concerne le « monitoring » des dirigeants salariés lorsqu'une famille délègue la gestion, il semble bien qu'il soit relativement efficace, du fait notamment du pouvoir des familles de licencier et de fixer la rémunération du dirigeant, même si l'évaluation du comportement de celui-ci est difficile de par la complexité des tâches de gestion, les asymétries informationnelles, et le rôle de l'environnement dans la performance des firmes.

Quid des firmes contrôlées par d'autres catégories de propriétaires où la gestion est déléguée à des managers ? Ces autres propriétaires sont essentiellement les banques et les fonds d'investissement⁶⁸ ; leur importance est en forte croissance ces dernières années et, après s'être concentrés sur les PME, ils prennent actuellement le contrôle d'un certain nombre de grandes firmes. Sans entrer dans le débat sur le comportement court termiste ou non des fonds d'investissement, leur intérêt est clairement le profit généré par les firmes qu'ils achètent, leur propre performance se mesurant uniquement en termes de rendement financier. Ils influencent très fortement les politiques menées par les managers, ces derniers étant généralement « associés » au succès de l'opération par des primes très importantes tournant autour de dix ans de rémunération nette d'impôts.

Dans le cas des firmes contrôlées par des banques, fréquent en Allemagne, les analystes considèrent généralement que les banques ont tout d'abord une vision à long terme de leur « propriété », que si elles



sont évidemment intéressées au rendement de leur placement, elles le sont aussi à la croissance des firmes qu'elles contrôlent, ne serait-ce que parce que cela se traduit par des prêts plus importants. Enfin, dans le cas allemand, les objectifs des banques et des firmes contrôlées sont en partie contraints par la représentation des travailleurs dans les conseils d'administration, de par le système de cogestion.

En résumé, l'affirmation des théoriciens « managérialistes », selon laquelle toutes les firmes contrôlées auraient pour seul objectif la maximisation du profit, paraît discutable.

Que peut-on penser maintenant de la seconde partie de leur thèse, qui traite des firmes à capital diffus ? Nous remarquerons tout d'abord que les firmes managériales n'ont généralement pas un capital totalement dispersé. Les investisseurs institutionnels que sont les fonds de pension et les fonds de placement détiennent depuis un certain temps des fractions non négligeables du capital des grandes entreprises. Sans être généralement représentés au conseil d'administration, ils exercent une influence incontestable sur les dirigeants.

Autrement dit, la plupart des grandes firmes managériales peuvent être dénommées « dispersées-impliquées », selon la classification par Mintzberg des entreprises en fonction de leur type de propriété, très rares étant celles « dispersées-détachées ».

Cette influence externe, latente plutôt qu'active, des investisseurs institutionnels, mais également l'existence de nombreuses autres contraintes tant internes qu'externes, ont amené certains critiques de la thèse managériale, tel Oviatt⁶⁹, à affirmer que les dirigeants des firmes managériales se trouvent en fait dans l'incapacité de s'engager dans un comportement discrétionnaire.

En ce qui concerne la principale contrainte interne, le contrôle par le conseil d'administration, il est supposé, d'une part, que si aucun de ses membres n'est fortement motivé à contrôler les dirigeants de par sa détention d'une fraction importante du capital de la firme, les administrateurs externes, non affiliés au management, et particulièrement les « indépendants », ont à cœur d'exercer leur fonction de contrôle de façon efficace pour préserver leur réputation ; et, d'autre part, que les top managers se surveillent mutuellement, chacun ayant intérêt à fournir au marché des signaux positifs sur leur travail. Autre contrainte interne également avancée, celle résultant de l'existence d'une structure multidivisionnelle, structure qui facilite l'appréciation des performances des managers.

Quant aux contraintes externes, outre celles déjà prises en compte par les théoriciens managérialistes eux-mêmes, le marché du « corporate control » et le marché des managers sont censés permettre un contrôle efficace du comportement des managers.



Mais s'il est indiscutable que les dirigeants des firmes managériales subissent de nombreuses contraintes dans leur comportement, on peut légitimement considérer, à l'instar d'analystes tels Walsh et Seward, Jedajlovic et Shapiro⁷⁰, qu'elles n'ont pas la capacité d'assujettir totalement les managers. Et ce essentiellement du fait du faible contrôle exercé par les conseils d'administration sur les dirigeants de ce type de firmes ; comme le soulignent Betch, Bolton et Roell (2003) dans leur *survey* sur la gouvernance d'entreprise et le contrôle, « *il est largement reconnu que ces conseils exercent un contrôle faible et inefficace sur les managers* »⁷¹. Les scandales récents seraient là pour le prouver si nécessaire.

Cependant, la faiblesse majeure des théories managériales ne nous paraît pas tant résider dans leur prise en compte insuffisante des contraintes pesant sur les managers que dans leurs hypothèses relatives aux motivations des managers. Car il est peu vraisemblable que les intérêts des dirigeants des firmes managériales diffèrent profondément de ceux des capitalistes, voire des petits actionnaires. On peut bien, semble-t-il, parler d'une « convergence d'intérêts », comme le font Moore et Reberioux⁷². Et ce pour les raisons majeures suivantes :

- 1) durant leur processus éducatif, ces managers ont souvent intériorisé les normes du capitalisme et, notamment, leur responsabilité envers les actionnaires, comme l'a souligné notamment Arrow ;
- 2) en liaison avec ce qui précède, les top managers ne sont pas choisis au hasard ;
- 3) leur prestige et leur réputation sont largement déterminés par la profitabilité des firmes qu'ils dirigent, comme le soulignaient d'ailleurs eux-mêmes Berle et Means ;
- 4) bien que la volonté de s'enrichir ne puisse être considérée comme leur seule motivation (la volonté d'assurer la survie de leur organisation est généralement considérée comme une autre motivation importante), ce désir d'enrichissement paraît très fréquent. Or les émoluments globaux des top managers sont très élevés. Même s'ils ne sont pas directement corrélés avec les profits des firmes, comme le montrent les études empiriques, ils amènent les managers à vouloir conserver leur statut et par là, à ne pas mécontenter les actionnaires ;
- 5) une portion importante des actifs des dirigeants est souvent composée d'actions de leur entreprise.

Au total, la double prise en compte des contraintes qui pèsent sur le comportement des dirigeants des firmes managériales et de leurs motivations personnelles permet de rendre compte du fait que la structure de la propriété n'influence pas la performance des firmes en termes de profit.

Comment alors expliquer les différences de taux de profit entre les



firmer ? Outre les variables traditionnellement retenues (taille, type d'industrie, etc.), deux autres variables, non prises en compte par les théoriciens de l'agence, nous paraissent jouer un rôle important. D'une part, les savoir-faire spécifiques possédés par chaque entreprise, compétences qui sont le produit de son histoire et constituent son héritage humain et technique, d'autre part, les capacités des dirigeants. Le fait que l'influence de cette dernière variable (comme d'ailleurs celle des compétences spécifiques) ne soit pas précisément mesurable peut expliquer en partie qu'elle n'a été jusqu'ici que rarement mise en exergue⁷³.

Il est pourtant certain que la qualité du management influence le résultat des firmes. Et ce à travers les deux niveaux de gestion que sont schématiquement la gestion interne et la gestion externe (ou stratégique). Au premier niveau, l'efficacité de l'entreprise dépendra d'abord, comme le souligne Perrow⁷⁴, de la capacité des dirigeants à mettre en place des routines appropriées pour le contrôle, la coordination et l'innovation. Elle dépendra ensuite de leur capacité à « mobiliser » leur personnel. Si toutes les entreprises peuvent utiliser en ces domaines des méthodes fournies par le savoir gestionnaire existant, il n'en reste pas moins vrai que certains dirigeants sont plus performants que d'autres en termes de gestion interne.

Quant à la gestion externe, si la stratégie suivie par les firmes ne dépend pas uniquement des top managers, ces derniers la déterminent toutefois en grande partie. La stratégie mise en œuvre dépend donc largement de la « vision » que s'est construite le dirigeant du futur de son entreprise⁷⁵. Vision qui « articule une perspective du futur de l'entreprise à la fois réaliste, crédible et attractive ». Or, tous les dirigeants n'ont pas les mêmes capacités à définir une telle vision. Autrement dit, il existe des dirigeants plus ou moins doués, voire de bons et de mauvais managers⁷⁶.

Les dirigeants ne sont pas tous des « champions », comme l'affirment certains économistes néoclassiques tels Rosen⁷⁷ et comme l'a déclaré récemment Ernest-Antoine Sellière, ex-« patron des patrons », pour essayer de justifier le fait qu'en France et aux États-Unis, la rémunération des dirigeants des grandes firmes cotées est actuellement 300 à 400 fois supérieure au salaire moyen ouvrier (alors qu'elle n'était que 40 à 50 fois plus élevée au début des années 1980)⁷⁸.

*ANNEXE**LES ÉTUDES EMPIRIQUES LES PLUS RÉCENTES*

Ces études se classent en trois groupes. Tout d'abord, celles qui utilisent seulement le Q de Tobin comme critère de performance (ou un « Q amélioré » car leurs auteurs reconnaissent tous que de sérieux doutes pèsent sur la pertinence du ratio de Tobin). Elles ne trouvent généralement pas de corrélation entre le degré de concentration du capital et la performance, l'étude de Cho (1998) faisant exception. Puis les études utilisant au moins deux critères de performance, à savoir le Q de Tobin et le taux de rendement du capital. Leurs résultats sont contrastés ; deux d'entre elles (sur quatre) ne trouvent pas de corrélation pour les deux critères de performance. Les deux autres trouvent soit une relation linéaire par morceaux, soit une courbe en cloche et ce pour les deux variables. Enfin certaines études mesurent la performance par le taux de profit comptable. Elles aboutissent toutes à la conclusion que, sauf exception, le taux de profit n'est pas corrélé à la concentration de la propriété.

Les caractéristiques et les résultats des deux premières catégories d'études sont présentés sous forme de tableaux.

Les études utilisant uniquement le Q de Tobin

Les caractéristiques et les résultats des cinq études répertoriées - Loderer et Martin (1997), Cho (1998), Himmelberg *et al.* (1999), Holderness *et al.* (1999), et Gugler *et al.* (2004) - sont résumés dans le tableau 1.

Tableau 1
Effet de la propriété et du contrôle sur la performance des firmes mesurée par le ratio Q de Tobin (ou un « Q amélioré »)

Auteurs	Période et échantillon	Mesure du contrôle	Résultats
Loderer et Martin (1997)	1978-1988 867 opérations d'acquisition de firmes cotées aux États-Unis	Pourcentage du capital détenu par les <i>insiders</i> (managers et membres du CA)	L'accroissement du degré de contrôle n'entraîne pas d'accroissement de la performance
Cho (1998)	1991 326 firmes industrielles issues du classement <i>Fortune</i> 500	Même mesure que chez Loderer et Martin	Relation positive entre la propriété des <i>insiders</i> et Q dans la tranche 0-7 % de propriété, relation négative entre 7 et 38 %, pas de corrélation à partir de 38 % (méthode similaire à celle de Morck <i>et al.</i>)
Himmelberg <i>et al.</i> (1999)	1982-1984 600 firmes sélectionnées dans l'univers Compustat	Idem	Pas d'effet du degré de propriété sur la valeur de Q par régression simple ou par morceaux (avec les tranches de propriété 0-5 %, 5-25 % et plus de 25 %). Ce en utilisant des variables de contrôle classiques (taille, industrie, intensité du capital) ou des variables non observables (« effets fixes »).
Holderness <i>et al.</i> (1999)	1995 3759 firmes américaines cotées	Idem	Avec trois tranches de propriété (0-5 %, 5-25 %, plus de 25 %), pas de relation statistiquement significative, sauf sur la tranche 0-5 % où l'accroissement du degré de propriété a une influence positive sur Q.
Gugler <i>et al.</i> (2004)	1985-2000 19 000 firmes cotées de 61 pays, classées en sept catégories. Les quatre premières recouvrent les firmes régies par un système légal de type anglais, scandinave, allemand ou français. Les trois autres concernent les firmes chinoises, celles de pays en transition et celles de pays africains	L'actionnaire le plus important possède soit - de 10 % du capital, soit + de 10 %, soit + de 20 %	La structure de la propriété a très peu d'influence sur le Q marginal. Marginal car Gugler <i>et al.</i> considèrent que le Q de Tobin n'est pas un bon critère de performance et lui préfèrent un « Q amélioré », à savoir « le ratio du changement dans la valeur de marché d'une firme divisé par la variation du stock de capital ». Pour le cas particulier américain, où le degré de contrôle est alors mesuré par le pourcentage de capital détenu par les dirigeants, les auteurs trouvent une relation linéaire par morceaux. La valeur du Q marginal s'accroît sur la tranche 0-22 % de propriété, baisse assez fortement de 22 à 68 %, puis remonte légèrement à partir de 68 %.

*Les études utilisant au moins deux critères de performance*

Les études de ce type répertoriées ici sont au nombre de quatre : Denis et Denis (1994), Short et Keasy (1999), Thomsen et Pedersen (2000) et Demsetz et Villalonga (2001). Leurs caractéristiques et résultats sont présentés dans le tableau 2.

Les études utilisant uniquement le taux de profit comptable

Les analyses empiriques postérieures à celles prises en compte par Short dans son *survey* de 1994 sur le lien entre le degré de concentration du capital des firmes et leur profitabilité (en termes de rendement des actifs) sont à notre connaissance au nombre de quatre : les études de Bergstrom et Rydquist (1990), Chaganti et Damanpour (1991), Gerson et Barr (1996), Gedajlovic et Shapiro (1998)⁷⁹.

Ces études portent sur six pays (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Canada, Suède) ; au-delà de leurs spécificités, elles aboutissent toutes à la conclusion qu'il n'y a pas de corrélation entre la structure du capital-actions et le rendement des actifs, à une exception près. En effet, pour le cas américain, si Chaganti et Damanpour ne trouvent pas de corrélation, Gedajlovic et Shapiro font état d'une corrélation négative (une baisse linéaire du profit) sur la tranche 0 à 43 % de concentration du capital pour les firmes non diversifiées, puis une corrélation positive à partir de 43 %, mais le nombre des firmes dans ce cas est faible. Gedajlovic et Shapiro en concluent qu'aux États-Unis, « *la concentration de la propriété n'exerce pas d'effet marginal positif sur la profitabilité, à moins que le capital des firmes soit très fortement concentré* »⁸⁰.

Tableau 2
Effet de la propriété et du contrôle sur la performance des firmes avec plusieurs critères

Auteurs	Période et échantillon	Mesure du contrôle	Variable dépendante	Résultats
Denis et Denis (1994)	1985 144 firmes américaines cotées avec 72 paires de firmes dans la même industrie	Contrôle > à 50 % des droits de vote et contrôle < à 20 %	Q de Tobin ROE (rendement du capital) ROA (rendement des actifs)	Aucune différence de valeur des trois variables de performance entre les firmes contrôlées majoritairement et celles contrôlées à moins de 20 %. Résultats similaires à ceux de Holderness et Sheehan (1988)
Short et Keasy (1999)	1988-1990 225 firmes anglaises cotées de l'industrie et des services (hors secteurs de la finance, de l'énergie et de la radio-télévision	Pourcentage du capital détenu par les membres du CA et leur famille	VAL (valeur de marché rapportée à la valeur comptable du capital-actions, ratio considéré comme une approximation de Q) ROE (rendement du capital)	Relation linéaire par morceaux entre degré de propriété et VAL. VAL croît sur la tranche 0-13 %, baisse entre 13 et 42 %, puis remonte à partir de 42 % (une certaine similitude avec la relation obtenue par Morck <i>et al.</i>). Relation entre degré de propriété et ROE proche de la précédente (Short et Keasy sont les seuls économistes à trouver une relation linéaire par morceaux entre la propriété et le taux de profit des firmes).
Thomsen et Pedersen (2000)	1990-1995 435 firmes non financières de 12 pays européens, chacune étant une des 100 plus grandes de leur pays	Pourcentage des actions (votes) du plus grand actionnaire	MBV (valeur de marché sur valeur comptable du capital-actions) ROA (rendement des actifs)	À partir des données brutes, pas de corrélation entre le degré de propriété et MBV, corrélation négative avec ROA. Avec variables de contrôle (nationalité des firmes, industrie et dettes), la relation entre le degré de propriété prend la forme d'une courbe en cloche (comme chez McConnell et Servaes) culminant à 83 %, la croissance de MBV étant toutefois faible à partir de 50 %. En excluant les firmes contrôlées par un État, la croissance de MBV jusqu'à son maximum est plus lente. Pour la relation entre le degré de propriété et ROA, la aussi courbe en cloche avec un sommet à 50 % de propriété.
Demsetz et Villalonga (2001)	1976-1980 223 firmes américaines cotées, dont des firmes régulées (« utilities » et institutions financières)	Pourcentage du capital détenu par les cinq plus gros actionnaires (A5) et pourcentage détenu par les dirigeants (membres du CA ou du comité exécutif)	Q moyen sur la période Taux de profit comptable moyen	Pas de relation statistiquement significative entre la structure de la propriété (quelle que soit sa mesure) et la performance en termes de Q moyen ou de taux de profit moyen. Variables de contrôle : taille, industrie, niveau des dettes, rapport entre les actifs fixes et les ventes.

NOTES

1. A. Smith, *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, tome 2, p. 401, Otto Zeller, Osnabrück, 1966.
2. K. Marx, *Le Capital*, pp. 1175-1176, Éditions La Pléiade, 1977.
3. K. Marx, *ibid*, p. 870.
4. M. Zeitlin et S. Norich, *Management Control, Exploitation and Profit Maximisation in the Large Corporation : an Empirical Confrontation of Managerialism and Class Theory, Research in Political Economy*, vol. 2, 1974.
5. C. Wright Mills, *L'Élite du pouvoir*, p. 122, François Maspéro, 1969.
6. T. Veblen effleura le sujet en 1923, dans *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times : the Case of America*, mais d'une façon particulière, sans s'intéresser au lien structure de la propriété-performance.
7. A. Berle et G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 2^{ème} éd., 1956, pp. 8-9.
8. H. Demsetz et R. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1988, p. 1173.
9. G. Stigler et C. Friedland, « The Literature of Economics: the Case of Berle and Means », *Journal of Law and Economics*, juin 1983, p. 239.
10. Berle et Means, *Ibid*, p. 114.
11. Stigler et Friedman en donnent une explication assez amusante, à savoir que selon eux les économistes néoclassiques de l'époque savaient de manière instinctive que s'ils se lançaient dans des études empiriques ils ne trouveraient pas de différence notable de comportement entre les firmes contrôlées et les firmes managériales.
12. O. Hart, « Theories of Optimal Capital Structure: a Managerial Discretion Perspective », in M. Blair, *The Deal Decade*, The Brookings Institution, 1997.
13. Nous avons nous-mêmes étudié cette théorie de manière approfondie in H. Gabrié et J.L. Jacquier, *La Théorie moderne de l'entreprise*, Economica, 1995.
14. A. Schleifer et Vishny, « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. LII, juin 1997, p. 738.
15. E. Fama et M. Jensen, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, juin 1983.
16. E. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, 1980, n° 88.
17. H. Demsetz, « The Structure of Ownership and the Theory of the Firms », *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, 1983.
- R. Morck, A. Schleifer and R. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economy*, n° 20, 1988.
18. A. Schleifer and R. Vishny, « Value Maximisation and the Acquisition Process », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, 1988 et « Management Entrenchment », *Journal of Financial Economy*, n° 25, 1989.
19. A. Schleifer et R. Vishny, 1989, *op. cit.*, p. 124.
20. H. Demsetz, *op. cit.*, p. 376.
21. H. Demsetz, *op. cit.*, p. 384.
22. R. Morck, A. Schleifer et R. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economy*.
23. J. McConnell et H. Servaes, « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economy*, 27, 1990.
24. H. Short, « Ownership, Control and Performance », *Journal of Economic Surveys*, vol. 8 n° 3, 1994, p. 220.
25. H. Hansman, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 1996, p. 60.

26. Ainsî G. Charreaux fait-il remarquer que dans l'étude empirique de Morck *et al.*, les seuils critiques retenus quant au pourcentage de capital détenu par les membres du conseil d'administration ont « une justification théorique faible » et qu'une partie de leurs résultats est « surprenante ».
- G. Charreaux, *Le Gouvernement des entreprises*, Economica, 1997, p. 68.
27. H. Demsetz et K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, p. 1156.
28. M. Lawrisky, *Corporate Structure and Performance*, Croom Hell, 1984, in Préface.
29. H. Demsetz et R. Lehn, *op. cit.*
30. H. Demsetz, *op. cit.*, p. 380.
31. H. Demsetz, *op. cit.*, p. 383-84.
32. H. Demsetz, *op. cit.*, p. 387.
33. H. Demsetz, *op. cit.*, p. 384.
34. D. Henri, « Capitalisme familial et gestion industrielle au XIX^{ème} siècle », *Revue française de gestion*, sept.-oct. 88, p. 142.
35. Voir notamment à ce sujet M.J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994.
36. Morck *et al.*, *op. cit.*, p. 294.
37. Jensen et Meckling, *op. cit.*, p. 330.
38. Expressions utilisées par Schleifer et Vishny dans leur article de 1997.
39. E. Fama, 1980, *op. cit.*, p. 304.
40. Schleifer et Vishny, 1997, *op. cit.*, p. 759.
41. On verra plus loin pourquoi Morck *et al.* retiennent le taux minimum de 25 %.
42. H. Demsetz, 1983, *op. cit.*
- E. Fama et M. Jensen, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, 1983.
43. E. Fama et M. Jensen, *op. cit.*, p. 301.
44. E. Fama et M. Jensen, *op. cit.*, p. 306.
45. Morck *et al.*, *op. cit.*, p. 294.
46. Morck *et al.*, *op. cit.*, p. 299.
47. Morck *et al.* supposent en effet qu'une fois « arrivé la baisse des rendements » aux alentours de 25 %, « des niveaux supérieurs de propriété n'entraînent pas de pénalité en terme de valorisation de marché ».
48. Morck *et al.*, *op. cit.*, p. 301.
49. *Ibid*, p. 312.
50. *Ibid*, p. 306.
51. C. Holderness and D. Sheehan, « Constraints on Large-Block Shareholders » in R. Morck, *Concentrated Corporate Ownership*, The University of Chicago Press, 2000.
- K. Gugler, D. Mueller, B. Yurtoglu, « Corporate Governance and the Returns on Investment », *Journal of Law and Economics*, vol. XLVII, 2004.
52. R. Stulz, « Managerial Control of Voting Rights », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988.
53. S. Kole, « Measuring Managerial Equity Ownership: a Comparison of Sources of Ownership Data », *Journal of Corporate Finance*, n° 1, 1995.
54. H. Demsetz and K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, 93, 1985.
- Dans cet article, ces théoriciens affirment que les firmes des secteurs soumis à une régulation étatique auront un degré de propriété inférieur à la moyenne car cette régulation réduit le degré de liberté de propriétaires potentiels et « fournit un instrument de contrôle et de discipline des managers » et qu'inversement on peut s'attendre à un taux de contrôle supérieur pour les firmes opérant dans un environnement instable car des



actionnaires auront envie de contrôler la firme, pensant qu'ils peuvent influencer son succès. Comme le soulignent notamment Bergstrom et Rydquist, cette seconde hypothèse est très discutable car on peut tout aussi bien soutenir la thèse inverse, du fait du risque pris alors par les gros actionnaires.

55. McConnell et Servaes, *op. cit.*, p. 610.

56. Stulz, *op. cit.*, p. 610.

57. Sur lequel nous avouons être incapables de nous prononcer.

58. H. Short, « Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms », *Journal of Economic Surveys*, 1994, vol. 8, p. 206.

59. R. Larner, *Management Control and the Large Corporation*, Dunellen, 1970, p. 27.

60. E. Gedajlovic et D. Shapiro, « Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries », *Strategic Management Journal*, vol. 19, 1998, p. 534.

61. Zeitlin et Norich, *op. cit.*
Stigler, *op. cit.*

62. Les deux autres exemples sont similaires.

63. C. Himmelberg, C. Hubbard et D. Palia, « Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, 1999, p. 358.

64. X. Zhou, « Understanding the Determination of Managerial Ownership and Its Relationship to Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 62, 2001, p. 561.

65. K. Marx, *op. cit.*, p. 699.

66. Nous laisserons ici de côté le fait que l'on ne peut parler *stricto sensu* de maximisation du profit comme objectif des firmes puisque les dirigeants n'ont pas une rationalité parfaite ou substantive, mais une rationalité limitée ou procédurale, selon les termes de H. Simon.

67. Ainsi, Thierry Peugeot a-t-il déclaré récemment au journal *Le Monde* que la seule limite que sa famille fixe à la liberté de manœuvre du président du directoire de PSA Peugeot-Citroën est le respect de deux principes : « Assurer la croissance du groupe et préserver son indépendance. » *Le Monde*, 9 novembre 2006.

68. Nous laissons ici de côté les quelques cas de firmes contrôlées par d'autres sociétés ou par des États. Les investisseurs institutionnels, tels que Fonds de Pension et Fonds de Placement, ne contrôlent pas d'entreprises, bien qu'ils les influencent.

69. B. Oviatt, « Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests », *Academy of Management Review*, vol. 13, n° 2, 1988.

70. J. Walsh et K. Seward, « On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms », *Academy of Management Review*, n° 15, 1990.

E. Jedajlovic et D. Shapiro, *op. cit.*

71. M. Betch, P. Bolton et A. Roell, in *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1, Elsevier, p. 83.

72. M. Moore et A. Reberlioux, « The Corporate Governance of the Firm as an Entity », in Y. Biondi *et al.*, *The Firm as an Entity*, Routledge 2007.

73. Ainsi Lawrisky, dans son analyse des différences de profitabilité des firmes australiennes, affirme que cette variable est vraisemblablement très importante, mais ne s'y arrête pas.

74. C. Perrow, *Complex Organizations: A Critical Essay*, Random House, New York, 1986.

75. Sur ces questions, voir notamment J. Rotenberg et G. Saloner, « Visionaries, Managers and Strategic Direction », *Rand Journal of Economics*, vol. 31, n° 4, 2000.

76. Ce qu'affirment eux-mêmes Morck, Schleifer et Vishny in « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions », *The Journal of Finance*, vol. XLV, n° 1, 1990.

77. S. Rosen, « Authority, Control and the Distribution of Earnings », *The Bell Journal of Economics*, vol. 13, n° 2, 1982.

78. « La rémunération des hommes à la tête des entreprises est normale parce que c'est la rémunération des champions. » À travers cette affirmation, Sellière fait sienne la théorie des tournois inventée par



EXISTE-T-IL UNE STRUCTURE OPTIMALE DE LA PROPRIÉTÉ DES FIRMES EN TERMES DE PROFIT ?

des économistes américains pour tenter de légitimer les revenus astronomiques des grands dirigeants actuels. Voir à ce sujet : J. Martin « Golf Tournaments and CEO Pay: Unraveling the Mysteries of Executive Compensation », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, n° 3, 2001.

79. C. Bergström et K. Rydquist, « The Determinants of Corporate Ownership », *Journal of Banking and Finance*, n° 14, 1990.

R. Chaganti et F. Damanpour, « Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 12, 1991.

J. Gerson et G. Barr, « The Structure of Corporate Control and Ownership in a Regulatory Environment Unbiased Toward One-share-one-vote », *Corporate Governance*, n° 4, 1996.

E. Gedajlovic et D. Shapiro, « Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries », *Strategic Management Journal*, vol. 19, 1998.

80. E. Gedajlovic et D. Shapiro, *op. cit.*, p. 547.

