

# **Influence des actionnaires institutionnels français et étrangers sur la performance financière des firmes**

**Jean Michel Sahut**

Professeur de Finance  
HEG Geneva - University of Applied Sciences  
& CEREGE EA 1722 - Université de Poitiers

**Hidaya Othmani Gharbi**

Docteur en Sciences de Gestion  
CERGAM - Université Paul Cézanne Aix Marseille III

Résumé :

L'objectif de cet article est d'étudier l'incidence de la présence des investisseurs institutionnels sur la performance des firmes. Nous avons distingué ces investisseurs selon deux catégories : français ou étrangers, et différencions la nature des relations qu'ils peuvent développer avec les entreprises en portefeuilles. A partir d'un échantillon formé par les entreprises de l'indice SBF120, nos résultats indiquent un caractère plutôt hétérogène de ces acteurs. Nous n'avons également pu attribuer un rôle plus actif aux institutionnels étrangers par rapport à leurs homologues français. Notre recherche semble dans ce cadre contredire l'orientation généralement passive attribuée aux institutionnels français, surtout en cas de concentration de l'actionnariat entre les mains de ces acteurs.

Mots clés : institutionnels français – institutionnels étrangers - performance – comportement actif – comportement passif.

## **Influence of French and foreign institutional owners on firms' financial performance**

Abstract

This paper aims at clarifying the relationship between institutional owners and firms' financial performance. We distinguish two categories of institutional investors: French and foreign. We examine also the nature of relations that may develop with firms. Our results for a sample of French firms from SBF 120 index support the heterogeneous character of the institutional investors. We find that French institutional owners may be active investors, mainly when having concentrated ownership.

Key words: domestic institutional owners – foreign institutional owners – performance – active behavior – passive behavior.

# **Los Accionistas Institucionales francés o extranjeros Y El Desempeño Financiero**

## Resumen

El objetivo de este trabajo es estudiar el impacto de la presencia de inversores institucionales sobre los resultados empresariales.

Distinguimos estos inversores en dos categorías: francés o extranjero, y distinguir entre la naturaleza de las relaciones que se pueden desarrollar con las empresas en las carteras.

De una muestra formada por las empresas en el índice SBF 120, nuestros resultados sugieren unos actores bastante heterogéneos. También se nos ha dado un papel más activo de institucionales extranjeros en comparación con sus homólogos franceses. Nuestra investigación en este contexto, parece contradecir la orientación general pasiva atribuida a inversores institucionales franceses, especialmente en caso de concentración de la propiedad en manos de estos actores.

Palabra clave: institucionales francés – institucionales extranjeros – desempeño – pasiva orientación – activa orientación.

Depuis les travaux de A.A. Berle et G.C. Means (1932), et les apports de M.C. Jensen et W.H. Meckling (1976) sur la séparation des fonctions de propriété et de décision au sein des entreprises, les problèmes d'agence entre actionnaires et dirigeants ont fait l'objet d'une attention croissante de la part des chercheurs tentant d'expliquer la nature de leurs relations et leurs répercussions aussi bien sur les politiques et décisions stratégiques, que sur la valeur de la firme. Dans ce contexte, la relation entre la structure de propriété et la performance des entreprises a fait l'objet d'une littérature assez abondante, mais aboutissant souvent à des résultats contradictoires.

En effet, bien que les principales études de la théorie d'agence et du système de gouvernement [M.C. Jensen et W.H. Meckling, 1976 ; E.F. Fama, 1980 ; H. Demsetz, 1983 ; A. Schleifer et R.W. Vishney, 1986 ;...] ont proposé des mécanismes de contrôle permettant d'atténuer les divergences d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, et d'améliorer ainsi la valeur de la firme dans le contexte américain, le débat demeure ouvert compte tenu des résultats empiriques divergents constatés dans d'autres pays.

Dans cette recherche, notre intérêt porte sur l'un des mécanismes internes de gouvernance, la structure de propriété, dont nous allons étudier son influence sur la performance des plus grandes firmes françaises (faisant partie de l'indice SBF 120) pour la période 2006 -2008.

La plupart des travaux théoriques et empiriques menés dans ce cadre considèrent la structure de propriété à travers deux dimensions principales, à savoir la concentration de la propriété et la nature des actionnaires. Par exemple, D.K. Denis et J.J. McConnell (2003) stipulent que l'identité des propriétaires des titres de la firme et l'importance de leurs positions sont des éléments importants de la gouvernance des entreprises, et déterminent la qualité du contrôle ainsi que les ressources nécessaires pour l'assurer. Toutefois, les travaux empiriques menés dans ce cadre aboutissent souvent à des résultats contradictoires en fonction des contextes et des pays étudiés. Cela incite donc encore les chercheurs à s'interroger sur l'influence des divers types de propriétaires de la firme sur sa gouvernance.

Notre travail vise, dans ce contexte, à essayer d'apporter des éclaircissements sur la relation entre la performance de la firme et la présence d'un type spécifique d'actionnaire, qui connaît depuis quelques années une forte montée en puissance sur les différentes places financières internationales, à savoir les investisseurs institutionnels<sup>1</sup>.

Ainsi, notre recherche s'organise comme suit : dans une première section, nous présentons une synthèse de la revue de littérature sur les comportements des investisseurs institutionnels

---

<sup>1</sup> [www.amf-france.org/documents/general/3587\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/3587_1.pdf)

et leur influence sur la performance des firmes, tout en élaborant nos hypothèses à tester. Une deuxième section porte sur l'identification de la méthodologie et des différentes variables à tester. Dans une troisième section, nous récapitulons l'ensemble des résultats trouvés, pour conclure à la fin.

## **1. Investisseurs institutionnels et performance des organisations**

Durant les deux dernières décennies, un nombre croissant de travaux se sont intéressés à un type spécifique d'actionnaires, à savoir les investisseurs institutionnels. Commencant à apparaître significativement dans la géographie du capital des sociétés américaines au début des années 1980, ces nouveaux acteurs n'ont cessés d'élargir leurs participations et d'accroître leurs influences au sein des organisations, motivant ainsi les chercheurs à analyser leurs comportements. Nous proposons donc de présenter tout d'abord une revue de la littérature sur le comportement que nous désignons par engagé ou actif des investisseurs institutionnels, pour étudier ensuite la relation entre les investisseurs institutionnels et la performance des firmes, afin d'élaborer nos hypothèses.

### **1.1. Activisme des investisseurs institutionnels**

L'approche traditionnelle des gestionnaires de portefeuilles, quand ils constatent que les compagnies dans lesquelles ils ont investi leurs fonds sont gérées d'une façon inefficace, consiste à vendre les titres de ces compagnies au lieu de les encourager à changer leur stratégie (Wall Street Rules). Toutefois, de nombreux institutionnels se sont éloignés de cette optique traditionnelle au fil du temps et sont devenus plus actifs dans la gouvernance des entreprises dans l'objectif de mieux contrôler la rentabilité de leurs placements. Ainsi, en partant du concept traditionnel, et en élargissant cette approche afin de comprendre leurs actions et pressions exercées au sein des organisations, de nombreuses recherches ont été menées, sans pour autant aboutir, à ce jour, à un consensus. En se basant sur les principales recherches développées dans ce cadre, nous avons identifié deux courants majeurs caractérisant les actions des investisseurs institutionnels ; à savoir l'investisseur passif ou actif.

Selon l'hypothèse de l'investisseur passif, les investisseurs institutionnels cherchent essentiellement une rentabilité à court terme de leurs placements au lieu de regarder les gains à long terme [S.B. Graves, 1988 ; S.B. Graves et S.A. Waddock, 1990 ; M.E. Porter, 1992 ; M. Dong et A. Ozkan, 2007 ; etc...]. Ces orientations de court terme les conduisent à s'intéresser aux ressources de court terme de la firme, ainsi qu'aux projets générant des

revenus rapides, au détriment des projets de long terme qui pourraient rapporter plus mais à une échéance plus lointaine.

Une deuxième approche critique et s'oppose à l'orientation passive des institutionnels en prônant un rôle plus actif de ces acteurs dans la gouvernance et la gestion en général des entreprises. Ce rôle actif des institutionnels prévoit une orientation de ces acteurs à exercer un contrôle rigoureux des équipes dirigeantes des entreprises où ils investissent leurs fonds, et à utiliser leurs droits de vote pour participer au processus de prise de décision et influencer les actions au sein des firmes, et ceci quelque soit leur participation au capital (R. Kochhar et P. David, 1996).

Un tel comportement engagé ou actif des investisseurs institutionnels a été recensé principalement à deux niveaux :

- \* la gouvernance des entreprises, comme les rémunérations des dirigeants [J.C. Hartzell et L.T. Starks, 2003 ; (M. Dong et A. Ozkan, 2007)], ou l'encouragement des bonnes pratiques de gouvernance [S. Gillan et L.T. Starks, 2000].

- \* les politiques et décisions stratégiques des firmes, telles que les décisions d'innovation et d'investissement [B.D. Baysinger et al. 1991 ; R. Kochhar et P. David, 1996].

Outre ces recherches sur l'activisme, certains travaux se sont focalisés sur l'influence directe de l'actionnariat des institutionnels sur la performance de la firme. Cette relation étant au centre d'intérêt de cette recherche. Nous synthétisons la littérature s'y rapportant dans ce qui suit afin de proposer nos hypothèses.

## **1.2. Actionnariat des institutionnels et performance des firmes**

Le cadre conceptuel généralement utilisé pour étudier l'impact d'un type particulier d'acteur sur la performance est celui de la théorie de l'agence. Or, les conflits entre actionnaires et dirigeants induisent une sous performance de l'organisation et une dégradation de sa capacité à créer de la richesse.

Afin de résoudre ces conflits d'intérêts, la littérature s'est focalisée principalement sur deux mécanismes de contrôle qui sont la concentration de la propriété, et la présence de types spécifiques d'actionnaires dans la géographie du capital des firmes, notamment au travers de l'actionnariat des dirigeants et des investisseurs institutionnels. Dans le cas des actionnaires institutionnels, il s'agit surtout de leur capacité à accéder aux différentes sources d'information, et à les traiter qui leur permettra d'assurer un bon contrôle de la gestion des firmes à moindre coût. De ce fait, la présence des investisseurs institutionnels dans la structure de propriété d'une firme a souvent été associée à une amélioration de la performance

de cette dernière. Ce constat a été prouvé empiriquement par plusieurs travaux dont ceux de J.J. McConnell et H. Servaes, 1990 ; N.M. Cornett et al. 2007 ; H. Tsai et Z.Gu, 2007 ; entre autres. Toutefois, certaines recherches déjà évoquées sur les comportements des institutionnels contredisent ce point de vue. Ainsi, les débats théoriques et empiriques, concernant la relation entre l'actionnariat des institutionnels et les performances des firmes, restent vigoureux.

J. Pound (1988) apporte un éclairage particulier à ce débat en montrant que la nature de cette relation dépend des motivations des investisseurs institutionnels. Il a ainsi proposé trois hypothèses cadrant la relation entre la propriété des institutionnels et la performance :

- L'hypothèse de contrôle efficace : qui stipule un contrôle rigoureux de l'équipe dirigeante exercé par les institutionnels dans le but d'une réduction de la divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, et par la suite une création de valeur pour tous les actionnaires. Ainsi, selon cette hypothèse, la présence des investisseurs institutionnels est associée à une amélioration de la performance des firmes,

- Les hypothèses de conflit d'intérêts et d'alignements stratégique. Outre les relations d'investissements avec les firmes dont ils détiennent des titres, les investisseurs institutionnels peuvent également avoir plusieurs autres types de relations d'affaires profitables avec ces firmes. De ce fait, pour maintenir de bonnes et favorables relations d'affaires, les institutionnels peuvent utiliser leurs droits de vote pour appuyer l'équipe dirigeante. Dans ce cadre, leur intérêt coïncide avec ceux des managers et peut diverger de celui des autres actionnaires. Par ailleurs, les actionnaires institutionnels et les dirigeants constatent fréquemment qu'il est mutuellement avantageux pour eux de coopérer. Cette éventualité de coopération est généralement associée à une réduction possible des effets bénéfiques d'un bon contrôle exercé par les institutionnels. Ainsi, ces deux hypothèses prédisent un effet négatif de la présence des institutionnels sur la performance.

Empiriquement, ce constat négatif de la présence des investisseurs institutionnels sur la performance des firmes a été soutenu par T. Khanna et K.Palepu (1999) qui trouvent une relation négative entre l'actionnariat des institutionnels nationaux et la performance pour le cas de l'Inde, ainsi que par H. Alexandre et M. Paquerot (2000) pour le contexte français.

T. Woidtke, 2002 a également constaté une relation négative entre la performance des firmes et l'actionnariat des fonds de pension publics américains.

D'un autre côté, plusieurs recherches n'ont pas pu identifier de relation significative entre la présence des investisseurs institutionnels dans la géographie du capital et la performance des firmes [A. Agrawal et C.R. Knoeber, 1996 ; R. Mtanios et M. Paquerot, 1999 ; M. Faccio et

M.A. Lasfer, 2000], appuyant ainsi la thèse de la neutralité de la structure de propriété en général, qui est largement prédominante dans la littérature<sup>2</sup>.

Compte tenu de ces résultats controversés et des débats relatifs aux comportements des investisseurs institutionnels, nous proposons alors de s'orienter vers l'étude d'une éventuelle relation non linéaire entre les actionnaires institutionnels et la performance des firmes. Notons que l'éventualité de l'existence d'une relation non linéaire entre la structure de propriété et la performance des firmes a stimulé les chercheurs depuis des années avec les travaux pionniers de R. Morck et al. (1988) et J.J. McConnell et H. Servaes (1990) ayant démontré l'existence d'une relation non linéaire entre l'actionnariat des dirigeants et la performance, dans le contexte américain, ouvrant ainsi le champ à des travaux dans des environnements différents. Généralement, la mise en évidence de cette relation non linéaire a concerné l'actionnariat de l'équipe dirigeante, ainsi que la concentration de la propriété. Nous suggérons d'adopter ce cadre dans l'étude de l'actionnariat des institutionnels. Nous estimons dans ce cas une possible combinaison des autres hypothèses (contrôle efficace, ou conflits d'intérêts et alignements stratégiques, ou même neutralité), selon les caractéristiques et nature des institutionnels, ainsi que les conditions de participations dans les structures de capital des firmes. Empiriquement, peu de travaux ont vérifié une telle relation non linéaire. Nous identifions uniquement les travaux de K. Park (2001) pour le cas du Japon<sup>3</sup>.

A cet effet, et au vu de ces résultats contradictoires, nous proposons de s'intéresser aux deux dimensions suivantes qui semblent, à notre sens, être d'une grande utilité pour mieux comprendre cette relation complexe, aussi bien sur un plan théorique qu'empirique :

1) Un premier aspect concerne les différences des régimes légaux à travers les continents et leurs effets sur les systèmes de gouvernance, la protection des investisseurs et l'efficacité des structures de propriété [A. Schleifer et R.W. Vishny, 1997 ; R. La Porta et al. 1998 et 1999]. Dans ce cadre, comme la France est un pays à droit civil (civil law), ses caractéristiques sont assez différentes des pays anglo-saxons à droit coutumier (common law). Dans ce sens, R. La Porta et al. (1998) ont constaté une plus faible protection des investisseurs dans les pays à droit civil par rapport aux pays à droit coutumier. Ces derniers présentent également de meilleurs systèmes comptables. A cet effet, l'impact des mécanismes de contrôle en général, et de la structure de propriété en particulier dans les pays à droit civil (en l'occurrence la France) pourra être différent de celui observé dans les pays anglo-saxons. Le rôle disciplinaire

---

<sup>2</sup> Pour plus d'éclaircissements sur cette thèse de neutralité, à consulter essentiellement les travaux de H. Demsetz (1983), et H. Demsetz et B. Villalonga (2001),

<sup>3</sup> Notons que pour ce travail, la relation non linéaire a concerné la performance et les investisseurs étrangers. Toutefois, les investisseurs étrangers identifiés étaient principalement des investisseurs institutionnels.

joué par les investisseurs institutionnels pour réduire les coûts d'agence risque dans ce cas d'être affecté par le contexte législatif français. Notons également la forte croissance de la présence des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises françaises, et qui sont surtout d'origines anglo-saxonnes. Ces derniers perçoivent alors les pays comme la France plus risqués. Nous suggérons qu'ils exerceront dans ce cas un rôle plus disciplinaire, et seront plus exigeants en terme de rendement. Ces constats nous amènent à scinder les actionnaires institutionnels en actionnaires nationaux (français) et étrangers afin d'étudier l'influence de chacune de ses deux catégories à part. Ainsi, nous proposons les deux hypothèses suivantes :

**H1a : Les investisseurs institutionnels étrangers, ont plus de pouvoir disciplinaire et sont plus exigeants en terme de rentabilité. Leur présence dans le capital des firmes devrait donc conduire à un accroissement de la performance de ces entreprises.**

**H1b : Les investisseurs institutionnels français sont moins exigeants. Leur influence sur la performance est moins importante que celle des institutionnels étrangers.**

2) Le deuxième aspect met l'accent sur les natures différentes des investisseurs institutionnels qui peuvent influencer de manières variées la performance des firmes. La décomposition des investisseurs institutionnels selon leur nature (fonds de pension, fonds d'investissement, assurances ou banques) n'est pas d'un aspect récent de la littérature. Cette ligne de recherche a commencé avec les travaux de J.A. Brickley et al. (1988), et J. Pound (1988), qui suggèrent que les investisseurs institutionnels n'ont pas tous des relations identiques avec les firmes où ils détiennent des participations puisque certains d'entre eux peuvent avoir ou développer des relations d'affaires à côté de leurs relations d'investissement. Cette dualité de relations peut créer ses propres conflits d'intérêts pour les actionnaires institutionnels, et limiter donc leur aptitude à influencer les dirigeants. Ainsi, ces auteurs différencient les actionnaires institutionnels en deux catégories ; ceux sensibles aux pressions (pressure-sensitive) telles que les compagnies d'assurances, les banques, et leurs fonds de gestion d'actifs ; et ceux résistants aux pressions (pressure-insensitive) comme les fonds de pension et les fonds d'investissement. Néanmoins, peu de travaux se sont intéressés récemment à cette distinction et l'influence de ces différents acteurs sur la gouvernance et la gestion de l'entreprise en général [R. Kochhar et P. David, 1996 ; X. Chen et al. 2007], ainsi qu'à son impact direct sur la performance [N.M. Cornett et al. 2007].

Cela nous incite à discriminer deux catégories d'actionnaires institutionnels et étudier leur effet respectif sur la performance. Nous formulons dans ce cadre nos deux hypothèses :

**H2a : Les actionnaires institutionnels sensibles aux pressions auront un effet neutre, sinon négatif sur la performance des firmes.**

**H2b : Une présence importante des actionnaires institutionnels résistants aux pressions sera associée à une amélioration de la performance.**

## **2. Données et méthodologie**

### **2.1. Constitution de l'échantillon**

Notre échantillon est composé des sociétés de l'indice SBF120 pour les trois exercices 2006 2007 et 2008, soit un panel d'un total de 337 observations<sup>4</sup> (société - année). Les données concernant la structure de propriété ont été collectées à partir de la base de données Reuters, au mois de Juillet de chaque année. Les données financières ont été recueillies des bases Worldscope et Thomson Financial. Notons que les données relatives à la structure de propriété décrivent la répartition de l'actionnariat au moment juste de leur collecte, où les états financiers complets et audités sont disponibles dans les bases utilisées. Cette période d'étude ne comprend donc pas le deuxième choc de la crise des « subprimes » intervenu le 15 septembre 2008 avec la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, et l'intervention des états dans le capital et la gouvernance des banques. Les conclusions de cette recherche sont donc limitées à un environnement économique et financier relativement stable puisque la chute des actifs financiers s'est réellement accélérée après la faillite de Lehman Brothers et la récession a été officiellement annoncée en France en octobre 2008.

### **2.2. Définition des variables**

Dans cette recherche, nous nous intéressons au lien entre la performance des entreprises et l'actionnariat des investisseurs institutionnels, et proposons d'utiliser les variables suivantes :

**La Variable endogène :** c'est la performance des firmes. La détermination d'une mesure appropriée permettant de refléter la performance d'une entreprise a fait l'objet d'un long débat dans la littérature. Certains chercheurs ont démontré une préférence pour les mesures comptables qui déterminent en général la performance courante et ne sont pas affectées par la

---

<sup>4</sup> Certaines observations ont été éliminées pour absence ou manque de données.

psychologie ou les attentes des investisseurs [N. Boubakri et al. 2005 ; N.M. Cornett et al. 2007...]. Toutefois, d'autres recherches se sont intéressées aux mesures utilisant les données boursières et reflétant les opportunités de croissance des firmes plus recherchées par les investisseurs<sup>5</sup> [M. Faccio et M.A. Lasfer, 2000 ; T. Woitke, 2002 ; H. Tsai et Z. Gu, 2007)....].

Pour comparer la pertinence de ces approches, nous proposons d'adopter dans notre recherche aussi bien des mesures comptables, que des mesures boursières, à savoir :

-La rentabilité des actifs (ROA) via le rapport entre le résultat opérationnel et le total des actifs (N. Boubakri et al. (2005)).

-Le Q de Tobin, mesurée par le rapport entre (la somme de la valeur de marché des actions, la valeur comptable des dettes à long, moyen et court terme), et (le total des actifs).

**Les variables exogènes :** ce sont les variables relatives à l'actionariat des institutionnels. Nous avons retenu dans ce cadre la part de capital détenue par les actionnaires institutionnels français (INSTNAT), et celle des institutionnels étrangers (INSTETR) par entreprise.

Pour tester également la sensibilité de ces actionnaires institutionnels, étrangers et français, aux pressions, nous avons scindé ces acteurs selon la nature de leurs relations possibles avec les firmes en :

-ceux sensibles aux pressions (SENSNAT et SENSETR), soient les compagnies d'assurances, les banques et leurs fonds de gestion d'actifs, ayant au moins 1% du capital d'une entreprise [J.A. Brickley et al. 1988 ; R. Kochhar et P. David, 1996 ; N.M. Cornett et al. 2007].

-ceux résistant aux pressions (INSENSNAT et INSENSETR), comme les fonds de pensions et d'investissements (surtout les fonds mutuels), ayant au moins 1% du capital d'une entreprise [J.A. Brickley et al. 1988 ; R. Kochhar et P. David, 1996 ; N.M. Cornett et al. 2007].

**Les variables de contrôle :** Afin de maîtriser d'autres déterminants possibles de la performance, nous avons introduit certaines variables de contrôle. La sélection de ces variables est dictée par la littérature et la disponibilité des données :

-La taille (LOGTA) : nous utilisons le logarithme du total des actifs (H. Demsetz et B. Villalonga, 2001),

-L'endettement (DETTE): mesuré par le rapport entre le total des dettes à long terme et le total des actifs, à l'instar de (L.N. Switzer et C. Kelly, 2006).

---

<sup>5</sup> Pour une analyse comparative des mesures de performance, à consulter H. Demsetz et B. Villalonga, 2001

-les dépenses en recherche et développement (RD): mesuré par le ratio dépenses en R&D par rapport aux ventes (H. Demsetz et B. Villalonga, 2001).

-la variable *dummy* pour RD (DUMRD) : elle prend la valeur 1 si les informations sur les dépenses en R&D sont disponibles et zéro sinon.

-les actifs tangibles (IMCORP) : mesurés par le rapport entre les actifs tangibles et les ventes (H. Demsetz et B. Villalonga, 2001).

### 2.3. Modèles à estimer

Comme nous venons de l'indiquer, les débats concernant l'influence des actionnaires institutionnels sur la performance des firmes ne permettent pas de statuer quant à la nature de la relation pouvant lier ces variables. A cet effet, et en essayant d'apporter plus d'éclaircissement à cette relation dans un contexte particulier et peu exploré qui est le contexte français, nous proposons de tester les deux éventualités suivantes :

-l'existence d'une relation linéaire entre l'actionnariat des institutionnels et la performance.

-l'existence d'une relation non linéaire entre les institutionnels et la performance.

Rappelons que nous utilisons des données de panel, permettant pour l'examen de cette relation de combiner des données en coupe instantanée pour les entreprises  $i$  (avec  $i$  : 1 à 120), et de séries temporelles  $t$  ( $t$  : 2006 -2007- 2008).

Nos modèles présentent ainsi les formes générales suivantes :

-Le premier modèle M1 concerne la possible relation linéaire entre actionnariat des institutionnels et performance :

$$\text{Performance de l'entreprise}_{it} = a + \alpha_1 (\text{variables de l'actionnariat institutionnel})_{it} + \alpha_2 (\text{taille})_{it} + \alpha_3 (\text{endettement})_{it} + \alpha_4 (\text{dépenses en R\&D})_{it} + \alpha_5 (\text{actifs tangibles})_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M1)$$

$i$  : varie de 1 à 120 ;  $t$  : 1, 2, 3.

-le deuxième modèle (M2) inclut le carré de la variable de l'actionnariat des institutionnels pour tester une relation non linéarité possible (J.J. Mcconnell et H. Servaes, 1990):

$$\text{Performance de l'entreprise}_{it} = a + \alpha_1 (\text{variables de l'actionnariat institutionnel})_{it} + \alpha_2 (\text{variables de l'actionnariat institutionnel})_{it}^2 + \alpha_3 (\text{taille})_{it} + \alpha_4 (\text{endettement})_{it} + \alpha_5 (\text{dépenses en R\&D})_{it} + \alpha_6 (\text{actifs tangibles})_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M2)$$

-dans un troisième modèle (M3), et en testant également la non linéarité, nous effectuons des régressions linéaires par seuils (R. Morck et al, 1988), afin de contrôler l'impact des seuils de propriété des institutionnels fixés sur la performance. Nous identifions à ce niveau deux seuils possibles, soient de 5% et 25%, ainsi que de 10% et 35%. Notons que ces deux niveaux de

seuils ont été fixés après avoir examiné plusieurs seuils critiques possibles afin de déterminer le modèle le plus indicatif et le plus appropriée pour l'explication de la relation :

$$\text{Performance de l'entreprise}_{it} = \alpha_1 X1_{it} + \alpha_2 X2_{it} + \alpha_3 X3_{it} + \alpha_4 (\text{taille})_{it} + \alpha_5 (\text{endettement})_{it} + \alpha_6 (\text{Dépenses en R\&D})_{it} + \alpha_7 (\text{actifs tangibles})_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M3)$$

$X1, X2$  et  $X3$  : variables de l'actionnariat des institutionnels avec :

Pour les seuils de 5% et 25% :

$$\begin{aligned} X1 &= \begin{cases} \text{actionnariat institutionnels} & \text{si actionnariat institutionnels} < 5\% \\ 5\% & \text{si actionnariat institutionnels} \geq 5\% \\ 0 & \text{si actionnariat institutionnels} \leq 5\% \end{cases} \\ X2 &= \begin{cases} \text{actionnariat institutionnels} - 5\% & \text{si } 5\% < \text{actionnariat institutionnels} < 25\% \\ 20\% & \text{si actionnariat institutionnels} \geq 25\% \end{cases} \\ X3 &= \begin{cases} 0 & \text{si actionnariat institutionnels} < 25\% \\ \text{actionnariat institutionnels} - 25\% & \text{si actionnariat institutionnels} \geq 25\% \end{cases} \end{aligned}$$

Pour les seuils de 10% et 35% :

$$\begin{aligned} X1 &= \begin{cases} \text{actionnariat institutionnels} & \text{si actionnariat institutionnels} < 10\% \\ 10\% & \text{si actionnariat institutionnels} \geq 10\% \\ 0 & \text{si actionnariat institutionnels} \leq 10\% \end{cases} \\ X2 &= \begin{cases} \text{actionnariat institutionnels} - 10\% & \text{si } 10\% < \text{actionnariat institutionnels} < 35\% \\ 25\% & \text{si actionnariat institutionnels} \geq 35\% \end{cases} \\ X3 &= \begin{cases} 0 & \text{si actionnariat institutionnels} < 35\% \\ \text{actionnariat institutionnels} - 35\% & \text{si actionnariat institutionnels} \geq 35\% \end{cases} \end{aligned}$$

### 3. Résultats empiriques

L'analyse effectuée dans la première section nous a amené à formuler plusieurs hypothèses quant à l'influence de l'actionnariat des institutionnels sur la performance des firmes que nous testons dans cette section.

#### 3.1. Statistiques descriptives

Le tableau 1 récapitule l'ensemble des statistiques descriptives des variables étudiées. Nous constatons la forte intervention des investisseurs institutionnels dans la structure de capital des entreprises de l'indice SBF120. Leur présence est vérifiée pour toutes les entreprises de notre échantillon avec une importante dispersion. Elle concerne aussi bien les institutionnels français que les institutionnels étrangers lesquels ont renforcé leur pénétration ces dernières années, puisqu'elle dépasse celle des institutionnels nationaux avec une moyenne de 23.44%, contre 12.92% pour les français<sup>6</sup>.

**Tableau 1 : Statistiques descriptives des variables.**

	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Ecart type
ROA	7.5	6.82	-29.17	33.75	6.23
Q de Tobin (Q)	1.26	1.07	0.07	9.51	0.92
Institutionnels français (INSTNAT)	12.92	9.11	0.617	81.84	13.52
Institutionnels étrangers (INSTETRG)	23.44	19.4	0.594	88.758	17.52
SENSNAT	6.446	3.051	0	69.794	10.69

<sup>6</sup> Dans leur recherche sur l'évolution de la structure d'actionnariat en France, (F. Morin et E. Rigamonti, 2002) ont précisé que la moyenne de détention de la propriété en 2001 par les institutionnels français est de 9.19% contre 15.59% pour les institutionnels étrangers, et ce pour un échantillon de 50 des plus grands groupes français.

INSENSNAT	3.46	1.093	0	75.94	8.642
SENSETRG	2.65	0	0	59.92	7.114
INSENSETRG	12.864	8.163	0	71.089	13.77
LOGTA	15.65	15.57	11.42	21.25	1.89
DETTE	17.14	15.04	0	76.6	13.57
RD	1.86	0	0	27.7	3.9
IMCORP	0.67	0.19	0.004	16.89	2.04

### 3.2. Actionnaires institutionnels français et étrangers et performance

Les tableaux 2 et 3 récapitulent l'ensemble des résultats relatifs à la présence respectivement des institutionnels français et étrangers et la performance financière.

Ainsi, en commençant par examiner l'effet des institutionnels français sur les deux mesures de performance proposées, nous relevons principalement une relation non linéaire, de la forme U. Cette influence est surtout vérifiée pour le Q de Tobin, avec des résultats statistiquement significatifs au seuil de 1%.

En effet, nous constatons qu'une présence faible des institutionnels français est associée à une réduction de la performance, aussi bien pour sa mesure comptable (le ROA) que pour sa mesure de création de valeur (le Q de Tobin) [Modèles M2 et M3]. Nous estimons dans ce cadre qu'une dispersion et des participations minimales des actionnaires institutionnels français ne les encouragent pas à investir dans le contrôle de la gouvernance et plus généralement de la gestion des entreprises en portefeuilles. Aucune action n'est engagée dans ce cas pour améliorer la valeur de la firme. Nous retrouvons ainsi des acteurs plutôt passifs qui affectent négativement la performance de la firme. Nous corroborons à ce niveau les résultats de H. Alexandre et M. Paquerot (2000).

Toutefois, pour des détentions importantes d'actions d'une firme (dépassant les 35% pour notre cas), les institutionnels français sont plus soucieux du contrôle de la firme. Ce constat étant conforme à la thèse du contrôle efficace. Ainsi, nous considérons qu'avec l'augmentation des participations de ces institutions, les bénéfices résultants d'un contrôle efficace pourront bien dépasser les différents coûts engagés par ces acteurs, appuyant en conséquence un rôle plus actif et une amélioration de la performance. Nos résultats confirment cette réflexion, avec un effet positif et significatif à 1% des actionnaires institutionnels français sur Q (et aussi sur la performance courante ROA) pour un actionnariat dépassant les 35% (les 38% pour la relation avec ROA). A cet effet, ce résultat pourra bien justifier une orientation de plus en plus active des institutionnels français et une contribution à la création de la valeur, contrairement au rôle plutôt passif généralement attribué à ces acteurs. Ce constat étant principalement vérifié en cas de participations importantes de ces institutions.

Pour récapituler, notre hypothèse **H1b** est partiellement vérifiée en cas de détention de participations réduites par les actionnaires institutionnels français. Nous considérons que pour des niveaux faibles d'actionnariat, les institutionnels français ne sont pas incités à investir dans le contrôle des entreprises, et présentent de faibles exigences en terme de performance. Par opposition, en cas de participations plus grandes au capital, les institutionnels français sont plus orientés vers des comportements actifs, favorisant en conséquence une amélioration de la performance. A ce niveau, notre hypothèse **H1b** est rejetée.

**Tableau 2 : Performance et présence des institutionnels français.**

	Q			ROA		
	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>
constante	4.822*** (13.304)	5.989*** (13.998)	5.228*** (14.417)	24.613*** (8.18)	25.196*** (8.337)	23.864*** (7.203)
INSTNAT	-0.0037 (-1.178)	<b>-0.039***</b> <b>(-4.28)</b>		-0.026 (-1.0001)	<b>-0.145**</b> <b>(-1.88)</b>	
INSTNAT <sup>2</sup>		<b>0.00056***</b> <b>(4.115)</b>			<b>0.0019*</b> <b>(1.638)</b>	
X1 INSTNAT			<b>-0.072***</b> <b>(-4.542)</b>			0.201 (0.562)
X2 INSTNAT			-0.0013 (-0.156)			<b>-0.16**</b> <b>(-2.234)</b>
X3 INSTNAT			<b>0.0143*</b> <b>(1.65)</b>			0.059 (1.188)
LOGTA	-0.228*** (-9.948)	-0.221*** (-9.879)	-0.221*** (-10.003)	-1.08*** (-5.63)	-1.059*** (-5.515)	-1.052*** (-5.481)
DETTE	-0.0012 (-0.375)	-0.0004 (-0.122)	-0.0013 (-0.419)			
RD	0.0416*** (3.27)	0.0422*** (3.391)	0.0427*** (3.471)	-0.141 (-1.33)	-0.14 (-1.326)	-0.161 (-1.509)
IMCORP	0.018 (0.762)	0.0049 (0.213)	0.0022 (0.098)	-0.368** (-2.047)	-0.403** (-2.231)	-0.394** (-2.171)
R <sup>2</sup>	0.27	0.306	0.325	0.115	0.123	0.127
F – statistic (P-value)	20.527 (0.000)	20.857 (0.000)	19.883 (0.000)	8.778 (0.000)	7.799 (0.000)	6.915 (0.000)

\* Significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

(1) Seuils critiques retenus : 10% et 35% pour Q ; 5% et 25% pour ROA

Par ailleurs, et contrairement à nos attentes, nous constatons une influence principalement négative, sinon neutre des actionnaires institutionnels étrangers sur la performance. En effet, en considérant la première mesure de performance, soit le Q de Tobin, nous relevons principalement un effet neutre des institutionnels étrangers sur Q, sinon négatif pour un niveau d'actionnariat entre 10% et 35% [modèle M3], indiquant que ces acteurs, et contrairement à leur réputation d'investisseurs plus actifs et ayant plus de pouvoir disciplinaire, ne favorisent pas une création de valeur dans le contexte français. Cette influence négative est également vérifiée pour la deuxième mesure de performance, soit la rentabilité des actifs ROA.

En essayant d'apporter des éclaircissements et des explications possibles à ces constats, nous pouvons les attribuer à la variété des catégories des institutionnels étrangers et aux faibles investissements réalisés par ces acteurs en France par rapport aux fonds qu'ils gèrent (surtout pour les institutionnels anglo-saxons). Dans ce sens, M.A. Ferreira et P. Matos (2008) distinguent pour les institutionnels américains des investissements en France inférieurs à 1% des volumes des portefeuilles sous leurs gestions, et pour les institutionnels britanniques de 4.6%, et ce pour l'année 2005.

Ainsi, à partir de ces résultats, nous ne pouvons attribuer un rôle plus actif aux institutionnels étrangers par rapport à leurs homologues français. Notre hypothèse **H1a** est donc rejetée.

**Tableau 3 : Performance et présence des institutionnels étrangers.**

	Q			ROA		
	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>
constante	4.94*** (13.201)	4.99*** (13.26)	4.774*** (12.13)	27.574*** (9.09)	27.614*** (9.034)	26.29*** (8.24)
INSTETRG	-0.0033 (-1.345)	-0.012 (-1.572)		<b>-0.082***</b> <b>(-4.074)</b>	-0.089 (-1.46)	
INSTETRG <sup>2</sup>		0.0001 (1.195)			0.0001 (0.119)	
X1 INSTETRG			0.025 (1.132)			0.152 (0.835)
X2 INSTETRG			<b>-0.015***</b> <b>(-2.43)</b>			<b>-0.119**</b> <b>(-2.348)</b>
X3 INSTETRG			0.005 (0.962)			<b>-0.078*</b> <b>(-1.695)</b>
LOGTA	-0.234*** (-10.206)	-0.231*** (-10.04)	-0.234*** (-10.133)	-1.176*** (-6.267)	-1.174*** (-6.212)	-1.205*** (-6.35)
DETTE	-0.0015 (-0.464)	-0.0015 (-0.44)	-0.0011 (-0.326)			
RD	0.039*** (3.086)	0.04*** (3.08)	0.037*** (2.944)	-0.177* (-1.71)	-0.177* (-1.705)	-0.187* (-1.797)
IMCORP	0.0126 (0.54)	0.0092 (0.393)	0.013 (0.555)	-0.48*** (-2.712)	-0.482*** (-2.703)	-0.443*** (-2.47)
R <sup>2</sup>	0.271	0.275	0.281	0.155	0.155	0.16
F – statistic (P-value)	20.623 (0.000)	17.904 (0.000)	16.103 (0.000)	12.295 (0.000)	10.219 (0.000)	9.014 (0.000)

\* Significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

(1) Seuils critiques retenus : 10% et 35% pour Q et ROA.

### 3.3. Influence de la nature des actionnaires institutionnels sur la performance

Les tableaux 4, 5, 6 et 7 reprennent l'ensemble des résultats de nos régressions effectuées selon les catégories des actionnaires institutionnels (français et étrangers) et en les distinguant également selon la nature des relations qu'ils peuvent entretenir avec les entreprises où ils investissent leurs fonds (uniquement des relations d'investissement, ou bien des relations d'investissement et également des relations d'affaires existantes ou potentielles).

En commençant par examiner les institutionnels français sensibles aux pressions (Tab.4), nous remarquons un effet non linéaire sur Q de Tobin, alors que l'effet sur ROA est plutôt neutre.

Rappelons que la littérature développée dans ce contexte attribue généralement un rôle passif et une influence négligeable des institutionnels sensibles aux pressions sur la gouvernance et la gestion des entreprises. Leur présence ne contribue pas en conséquence à l'amélioration de la performance. Nous vérifions également ces constats dans un nouveau contexte, qui est le contexte français, en considérant la performance courante mesurée par la ROA, et corroborons dans ce cadre les travaux de M.M. Cornett et al. (2007). Une influence négative sur le Q de Tobin est aussi vérifiée pour des participations réduites de ce type d'institutions françaises.

Néanmoins, un impact positif et significatif au seuil de 1% de SENSINAT sur Q est vérifié à partir d'un niveau d'actionnariat l'ordre de 34,5% de ces acteurs. A cet effet, il est possible que la détention de participations importantes dans une firme pourra bien inciter les institutionnels développant une dualité de relation à intervenir de manière plus efficace dans le contrôle, et à favoriser la création de la valeur. En suivant cette réflexion, nous estimons que les bénéfices résultant de ce contrôle dépassent les pertes potentielles en cas de dénouement des relations d'affaires, réduisant en conséquence les conflits d'intérêts pour ces institutions. Probablement dans ce cas, ces acteurs reconnus pour leur comportement plutôt passif ont tendance à s'orienter vers un comportement plus engagé avec l'accroissement de leur investissement dans une firme.

Notons toutefois que la détention d'une participation de plus de 34,5% par ce type d'institutions est uniquement vérifiée pour moins de 10% de notre échantillon (la moyenne étant de 6,4%). Une telle faible proportion indique que l'effet négatif de SENSINAT sur Q est plutôt l'effet dominant de cette relation.

Ainsi, notre hypothèse **H2a** est vérifiée pour les institutionnels français sensibles aux pressions. Nous présumons que ces institutions préfèrent préserver leurs relations d'affaires et suivre l'équipe dirigeante plutôt qu'être actifs et intervenir dans la gestion des firmes.

**Tableau 4 : Performance et présence des institutionnels français sensibles aux pressions.**

	Q			ROA		
	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>
constante	4.722*** (12.89)	4.637*** (12.7)	4.635*** (12.69)	24.378*** (7.99)	24.304*** (7.922)	24.29*** (7.903)
SENSNAT	-0.0065 (-1.57)	<b>-0.031***</b> <b>(-2.92)</b>		-0.011 (-0.314)	-0.033 (-0.37)	
SENSNAT <sup>2</sup>		<b>0.00045***</b> <b>(2.506)</b>			0.00041 (0.27)	
X1 SENSNAT			<b>-0.039***</b> <b>(-2.796)</b>			0.016 (0.135)
X2 SENSNAT			-0.0012 (-0.09)			-0.082 (-0.677)
X3 SENSNAT			-0.0065 (0.445)			0.06 (0.485)
LOGTA	-0.221*** (-9.438)	-0.21*** (-8.875)	-0.208*** (-8.763)	-1.086*** (-5.5)	-1.075*** (-5.343)	-1.082*** (-5.352)
DETTE	-0.0015 (-0.446)	-0.001 (-0.306)	-0.0012 (-0.35)			
RD	0.04*** (3.184)	0.04*** (3.163)	0.04*** (3.177)	-0.149 (-1.4)	-0.15 (-1.406)	-0.15 (-1.414)
IMCORP	0.022 (0.956)	0.02 (0.865)	0.0186 (0.799)	-0.371** (-2.035)	-0.372** (-2.037)	-0.37** (-2.022)
R <sup>2</sup>	0.273	0.29	0.29	0.113	0.113	0.114
F – statistic (P-value)	20.773 (0.000)	18.986 (0.000)	16.745 (0.000)	8.575 (0.000)	7.138 (0.000)	6.152 (0.000)

\* Significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

(1) Seuils critiques retenus : 10% et 35% pour Q et ROA

En considérant maintenant les institutionnels français résistants aux pressions, nous retrouvons la même relation non linéaire avec Q que celle constatée pour les institutionnels français sensibles aux pressions, mais avec un point d'inflexion qui est plus inférieur (de l'ordre de 24% pour les deux modèles M2 et M3). Notons que cette relation non linéaire est également vérifiée avec la performance de court terme mesurée par la ROA, avec un point d'inflexion, légèrement supérieur, de 30,7%.

Ainsi, un effet négatif sur la performance est remarqué pour des niveaux faibles de présence de ce type d'institutions. Il est possible dans ce cadre qu'une dispersion de l'actionnariat des institutionnels français résistants aux pressions n'incite pas ces derniers à s'engager dans des actions disciplinaires, d'autant plus leur participation moyenne dans notre échantillon ne dépasse les 3,5%.

Par contre, avec l'accroissement de leurs participations, les institutionnels français résistants aux pressions semblent s'impliquer de manière plus active dans le suivi des actions des dirigeants, et confirmer leur contribution à l'amélioration de la performance de l'entreprise. Nos résultats sont à ce niveau en ligne avec ceux de M.M. Cornett et al. (2007) et M.A. Ferreira et P. Matos (2008). Notre hypothèse **H2b** est ainsi vérifiée.

**Tableau 5 : Performance et présence des institutionnels français résistants aux pressions.**

	Q			ROA		
	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>	M1	M2	M3
constante	4.796*** (13.062)	4.913*** (13.443)	5.024*** (13.68)	25.073*** (8.236)	25.836*** (8.483)	26.24*** (8.535)
INSENSNAT	0.0014 (0.295)	<b>-0.033***</b> <b>(-2.57)</b>		-0.045 (-1.126)	<b>-0.27***</b> <b>(-2.5)</b>	
INSENSNAT <sup>2</sup>		<b>0.00068***</b> <b>(2.884)</b>			<b>0.0044**</b> <b>(2.23)</b>	
X1 INSENSNAT			<b>-0.076***</b> <b>(-2.654)</b>			<b>-0.394*</b> <b>(-1.63)</b>
X2 INSENSNAT			-0.0044 (-0.291)			-0.155 (-1.213)
X3 INSENSNAT			<b>0.028**</b> <b>(2.201)</b>			0.157 (1.48)
LOGTA	-0.23*** (-9.998)	-0.234*** (-10.255)	-0.237*** (-10.447)	-1.125*** (-5.855)	-1.147*** (-5.99)	-1.162*** (-6.07)
DETTE	-0.015 (-0.466)	-0.0012 (-0.364)	-0.0013 (-0.398)			
RD	0.04*** (3.133)	0.04*** (3.153)	0.037*** (2.932)	-0.137 (-1.292)	-0.14 (-1.321)	-0.154 (-1.457)
IMCORP	0.017 (0.737)	0.011 (0.488)	0.0071 (0.309)	-0.396** (-2.205)	-0.427*** (-2.385)	-0.441*** (-2.446)
R <sup>2</sup>	0.268	0.29	0.296	0.116	0.13	0.134
F – statistic (P-value)	20.231 (0.000)	18.912 (0.000)	17.374 (0.000)	8.839 (0.000)	8.28 (0.000)	7.369 (0.000)

\* Significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

(1) Seuils critiques retenus : 5% et 25% pour Q et ROA.

Par ailleurs, en s'intéressant aux institutionnels étrangers sensibles aux pressions (Tab.6), notre hypothèse **H2a** est soutenue. Dans ce cadre, pour les différentes mesures de performance, aucun effet significatif de ces actionnaires n'est constaté, confirmant ainsi la passivité et le manque d'incitation au contrôle de ces acteurs, quelque soit leur présence au capital des entreprises françaises.

Cet effet neutre est vérifié pour les différents modèles développés.

**Tableau 6 : Performance et présence des institutionnels étrangers sensibles aux pressions.**

	Q			ROA		
	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>
constante	4.821*** (13.26)	4.83*** (13.26)	4.885*** (13.217)	24.5*** (8.124)	24.7*** (8.194)	24.55*** (8.013)
SENSETRG	-0.003 (-0.47)	-0.01 (-0.67)		0.012 (0.242)	-0.157 (-1.223)	
SENSETRG <sup>2</sup>		0.00016 (0.527)			0.0036 (1.44)	
X1 SENSETRG			-0.02 (-1.09)			-0.113 (-0.749)
X2 SENSETRG			0.025 (0.76)			-0.082 (-0.295)
X3 SENSETRG			-0.025 (-0.65)			0.28 (0.873)
LOGTA	-0.23*** (-10.09)	-0.23*** (-10.08)	-0.233*** (-10.096)	-1.102*** (-5.76)	-1.1*** (-5.753)	-1.092*** (-5.64)
DETTE	-0.0015 (-0.437)	-0.0014 (-0.43)	-0.0013 (-0.385)			
RD	0.04*** (3.153)	0.04*** (3.093)	0.04*** (3.065)	-0.147 (-1.385)	-0.16 (-1.508)	-0.159 (-1.494)
IMCORP	0.016 (0.679)	0.015 (0.651)	0.014 (0.626)	-0.378** (-2.104)	-0.39** (-2.173)	-0.39** (-2.164)
R <sup>2</sup>	0.268	0.268	0.27	0.113	0.119	0.119
F – statistic (P-value)	20.262 (0.000)	17.37 (0.000)	15.288 (0.000)	8.566 (0.000)	7.507 (0.000)	6.42 (0.000)

\* Significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

(1) Seuils critiques retenus : 10% et 35% pour Q et ROA.

D'autre part, pour les institutionnels étrangers résistants aux pressions, et à l'instar de leurs homologues français, nous remarquons un effet non linéaire de leur présence sur le Q de Tobin. En effet, un impact négatif et significatif au seuil de 1% est constaté pour les institutionnels étrangers INSENSETRG sur Q (coefficient = -0.031, t = -3.76), qui devient positif et significatif au seuil de 1% (coefficient = 0.00053, t = 3.337) au-delà d'une participation de 29% de ces acteurs. Les régressions par seuils [M3] appuient également cette relation non linéaire.

Par contre, une présence de ces acteurs influence négativement la rentabilité des capitaux propres, surtout pour des participations au capital supérieures à 5% (Modèle M3).

Une éventuelle justification de cet impact négatif de INSENSETRG sur ROA peut être l'orientation de ces acteurs plutôt vers l'accroissement de la performance future de l'entreprise et non pas la recherche de la réalisation de profits à court terme. Ses acteurs veulent alors favoriser le développement de l'entreprise à long terme et non pas la réalisation de gains rapides. Une telle orientation est à l'encontre de la myopie des institutionnels, et qui corrobore au contraire les hypothèses de comportement actif et du contrôle efficace.

Nous estimons aussi que les résultats des interventions actives de ce type d'investisseurs institutionnels nécessitent du temps. Ils ne sont pas constatés à court terme, mais plutôt observables à long terme, expliquant ainsi leur effet positif sur Q et négatif sur la rentabilité courante ROA.

Ainsi, distinguer les investisseurs institutionnels étrangers selon la nature des relations développées avec les entreprises en portefeuilles semble d'un grand intérêt afin de mieux affiner les résultats pour cette catégorie d'institutionnels.

**Tableau 7 : Performance et présence des institutionnels étrangers résistants aux pressions.**

	Q			ROA		
	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>	M1	M2	M3 <sup>(1)</sup>
constante	4.99*** (13.26)	5.131*** (13.74)	5.067*** (13.373)	29.34*** (9.806)	28.927*** (9.623)	28.59*** (9.374)
INSENSETRG	-0.0056* (-1.743)	<b>-0.031***</b> <b>(-3.76)</b>		<b>-0.148***</b> <b>(-5.76)</b>	-0.067 (-1.009)	
INSENSETRG <sup>2</sup>		<b>0.00053***</b> <b>(3.337)</b>			-0.0017 (-1.3)	
X1 INSENSETRG			-0.00074 (-0.026)			0.079 (0.348)
X2 INSENSETRG			<b>-0.025***</b> <b>(-3.2)</b>			<b>-0.143**</b> <b>(-2.238)</b>
X3 INSENSETRG			<b>0.018***</b> <b>(2.365)</b>			<b>-0.196***</b> <b>(-3.206)</b>
LOGTA	-0.238*** (-10.287)	-0.237*** (-10.413)	-0.238*** (-10.433)	-1.301*** (-7.006)	-1.304*** (-7.03)	-1.306*** (-7.027)
DETTE	-0.0016 (-0.49)	-0.0013 (-0.415)	-0.0012 (-0.384)			
RD	0.039*** (3.067)	0.039*** (3.102)	0.038*** (3.055)	-0.187** (-1.842)	-0.186** (-1.84)	-0.189** (-1.862)
IMCORP	0.0122 (0.527)	0.0036 (0.156)	0.005 (0.218)	-0.502*** (-2.91)	-0.477*** (-2.753)	-0.47*** (-2.69)
R <sup>2</sup>	0.274	0.30	0.30	0.192	0.197	0.197
F – statistic (P-value)	20.902 (0.000)	20.053 (0.000)	17.619 (0.000)	16.033 (0.000)	13.671 (0.000)	11.733 (0.000)

\* Significatif au seuil de 10% \*\* significatif au seuil de 5% \*\*\* significatif au seuil de 1%

(1) Seuils critiques retenus : 5% et 25% pour Q et ROA.

En globalité, nous constatons que les actionnaires institutionnels sensibles aux pressions (français ou étrangers) n'exercent généralement aucun effort disciplinaire et n'ont en conséquence aucune influence favorable sur la performance des entreprises françaises. Nous considérons que les conflits d'intérêts sont importants pour ces acteurs. Notons qu'il s'agit principalement d'institutionnels français (compagnies d'assurances, banques, et leurs fonds de gestions d'actifs) pouvant développer des relations d'affaires à côté de leurs relations d'investissement avec les firmes (en raison surtout de leur proximité). Pour ces acteurs, nous estimons que les gains à récupérer des relations d'affaires dominant ceux à procurer des

investissements. Pourtant avec une concentration de la propriété de ce type d'institutions, nous pouvons leur attribuer un rôle plus actif et une implication effective dans la gestion de l'entreprise en vue de favoriser l'amélioration de la performance. Ce constat est surtout prononcé pour les institutionnels français sensibles aux pressions, et non pas à leurs homologues étrangers qui présentent souvent un effet neutre.

En examinant également l'influence des institutionnels résistants aux pressions, qu'ils soient français ou étrangers, nous ne constatons de différences d'influence sur la performance par rapport à leurs homologues sensibles aux pressions, et ce en cas de détention de participations dispersées et réduites. Leurs interventions plus engagées sont surtout vérifiées pour des niveaux d'actionnariats importants.

Dans ce cadre, la distinction des investisseurs institutionnels selon ce facteur relatif à la nature des relations nous semble plus intéressante pour les institutionnels étrangers plutôt que pour leurs homologues français où nous relevons principalement des effets identiques (la différence concerne en fait les niveaux de changement de l'influence du négatif au positif, et qui sont pour une participation inférieure des actionnaires français résistants aux pressions).

Ainsi, bien que la littérature existante suggère que les acteurs non sensibles aux pressions sont supposés être plus actifs et pouvant contrôler efficacement les firmes où ils détiennent des investissements, nous pensons que leurs actions sont plutôt influencées par l'importance de leur présence dans les structures de capital des entreprises.

Nous notons également la part limitée des participations des institutionnels étrangers en général, et de ceux résistants aux pressions en particulier, dans les entreprises françaises par rapport au volume des portefeuilles qu'ils gèrent (seulement 0,5% du volume des fonds de pension américains étaient investie en actions françaises)<sup>7</sup>.

#### **4. Conclusion**

L'objectif de ce papier était d'examiner l'influence de la présence des actionnaires institutionnels sur la performance d'un échantillon formé par les sociétés de l'indice SBF 120, pour les années 2006-2007 et 2008. Nos apports dans ce travail concernent deux volets :

- 1) analyser l'effet de la présence des investisseurs institutionnels sur la performance, en étudiant distinctement les investisseurs institutionnels français et étrangers,
- 2) traiter les actionnaires institutionnels en tant que groupe hétérogène selon la nature de relations qu'ils peuvent entretenir avec les firmes où ils investissent leurs fonds.

---

<sup>7</sup> Rapport 2004 de l'AMF au Président de la République

Nos résultats indiquent l'intérêt de tenir compte de l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels. Ils appuient en général une influence négative des différentes catégories étudiées des investisseurs institutionnels sur la performance des firmes françaises, et ce en cas de détentions de participations réduites. L'importance de leur actionnariat semble favoriser leur comportement actif, et influencer en conséquence positivement la performance.

Nous n'avons également pu attribuer un rôle plus actif aux institutionnels étrangers par rapport à leurs homologues français. Notre recherche semble dans ce cadre contredire l'orientation généralement passive attribuée aux institutionnels français, surtout en cas de concentration de l'actionnariat entre les mains de ces acteurs.

Dans des travaux futurs, nous proposons d'élargir notre échantillon et d'affiner encore notre analyse sur les investisseurs institutionnels en distinguant leur nature mais également les interrelations dans leurs participations. En effet, un même investisseur institutionnel peut détenir des participations dans plusieurs entreprises en même temps, et cela pourrait causer des relations réciproques entre la performance des entreprises et la propriété des institutionnels, d'où des interactions possibles entre les variables étudiées qu'il serait intéressant d'approfondir.

## **Références**

Agrawal Anup, Knoeber Charles R. *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31, 3, p. 377 - 397.

Alexandre, Hervé, Paquerot Mathieu. *Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants*. Finance Contrôle et Stratégie, 2000, 3, 2, p. 5-29.

Baysinger Barry D., Kosnik Rita D., Turk Thomas A. *Effects of board and ownership structure on corporate strategy*. Academy of Management Journal, 1991, 34, p. 205 - 214.

Berle Adolf.A., Means Gardiner.C. *The modern corporation and private property*, 1932, New York: Macmillan Publishing Co.

Boubakri Narjess, Cosset, Jean-Claude, Guedhami Omrane. *Post privatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection*. Journal of Financial Economics, 2005, 76, p.369 - 399.

Brickley James.A., Lease Ronald.C, Smith Clifford.W. *Ownership structure and voting on antitakeover Amendments*. Journal of Financial Economics, 1988, 20, p. 267-291.

Chen Xia, Harford Jarrad, Li kai. *Monitoring: Which institutions matter?* Journal of Financial Economics, 2007, 86, p. 279-305.

Cornett Marcia Millon, Marcus Alan J., Tehranian Hassan. *Corporate governance and pay-for-performance: the impact of earnings management*. Journal of Financial Economics, 2008, 87, p. 357-373.

Demsetz Harold. *The structure of ownership and the theory of the firm*. Journal of Law and Economics, 1983, 24, p. 375 - 390.

Demsetz Harold, Vilallonga Belén. *Ownership structure and corporate performance*. Journal of Corporate Finance, 2001,7, 3, p. 209 - 233.

Denis Daniel K., McConnell John.J. *International corporate governance*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2003, 38, p. 1 - 36.

Dong Min, Ozkan Aydin. *Institutional investors and director pay: An empirical Study of UK companies*. Journal of Multinational Financial Management, 2007, doi: 10.1016/j.mulfin.2007.06.001.

Faccio Mara, Lasfer M.Ameziane. *Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes?*. Journal of Corporate Finance, 2000, 6, p. 71 - 110.

Fama Eugene.F., Jensen Michael C. *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, 1983, June, p. 301 - 326.

Fama Eugene.F., Jensen Michael.C. *Agency problems and the residual claims*. Journal of Law and Economics, 1983, June, p. 327 - 350.

Fama Eugene.F. *Agency Problems and the theory of the firm*. Journal of Political Economy, 1980, 88, 2, April, p. 288 - 307.

Ferreira Miguel.A., Matos Pedro. *The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World*. Journal of Financial Economics, 2008, 88, p. 499-533.

Gillan Stuart L., Starks Laura T. *Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors*. Journal of Financial Economics, 2000, 57, p. 275-305.

Graves Samuel B. *Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry*. Academy of Management Journal, 1988, 38, p. 417 - 428.

Graves Samuel B., Waddock Sandra A. *Institutional ownership and control: Implications for long term corporate strategy*. Academy of Management Executive, 1990 4, 1, p. 75 - 83.

Hartzell Jay C., Starks Laura T. *Institutional investors and executive compensation*. Journal of Finance, 2003, vol° 58, n° 6, p. 2351-2374.

Jensen Michael.C., Meckling William.H. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 1976, 3, 4, October, p. 305 - 360.

Khanna Tarun, Palepu Krishna. *Emerging market business groups, foreign investors, and corporate governance*. Working Paper Series,1999, N.6955, National Bureau of Economic Research, Massachusetts.

Kochhar Rahul, David Parthiban. *Institutional investors and firm innovation: a test of competing hypotheses*. Strategic Management Journal, 1996, vol° 17, n° 1, p. 73-84.

La Porta Rafael, Lopez de Silanes Florencio, Shleifer Andrei, Vishny Robert W. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, 1998, 106, p. 1113 - 1155.

La Porta Rafael, Lopez de Silanes Florencio, Shleifer Andrei. *Corporate ownership around the world*. The Journal of Finance, 1999, 54, p. 471 - 517.

McConnell John.J., Servaes, Henri. *Additional evidence on equity ownership and corporate value*. Journal of Financial Economics. 1990, 27, 2, p. 595 - 612.

Morck Randall, Shleifer Andrei, Vishny Robert W. *Management ownership and market valuation: An empirical analysis*. Journal of Financial Economics, 1988, 20, p. 293 - 315.

Morin François, Rigamonti Eric. *Evolution et structure de l'actionariat en France*. Revue Française de Gestion, 2002, vol° 5, n° 141, p. 155-181.

Mtanos Rajaa, Paquerot Mathieu. *Structure de propriété et sous performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché*. Finance Contrôle Stratégie, 1999, 2, 4, p. 157 - 179.

Park Kwangwoo. *Foreign Ownership and firm value in Japan*. Working Paper Series, 2001, university of Missouri-Columbia.

Porter M.E. *Capital disadvantage: America's failing capital system investment*. Harvard Business Review, 1992, 70, p. 65-82.

Pound John. *Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight*. Journal of Financial Economics, 1988, 20, 237 - 265.

Schleifer Andrei, Vishny Robert W. *The limits of arbitrage*. Journal of Finance, 1997, Vol° 52, n° 1, p. 35-55.

Schleifer Andrei, Vishny Robert W. *Large shareholders and corporate control*. Journal of Political Economy, 1986, Vol. 94, n° 3, Part. 1, p. 461-489.

Switzer Lorne N., Kelly, Catherine. *Corporate governance mechanisms and the performance of small-cap firms in Canada*. International Journal Business Governance and Ethics, 2006, 2, 3, 4, p. 294 - 328.

Tsai Henry, Gu Zheng. *The relationship between institutional ownership and casino firm performance*. Hospitality Management, 2007, 26, 517 - 530.

Woidtke Tracie. *Agents watching agents?: evidence from pension fund ownership and firm value*. Journal of Financial Economics, 2002, 63, p. 99 - 131.